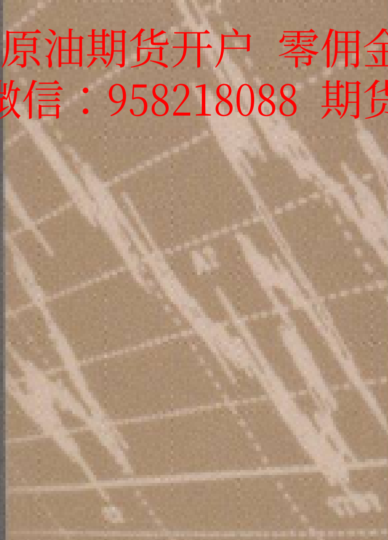
全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



Premier Chinese Investors

投资之道

全球杰出华人投资者访谈录

理森 © 著



中信出版社 · CHINA CITIC PRESS

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和



投资之道

全球杰出华人投资者访谈录

理森◎著

中信出版社

北京

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户元
www.55188.com
理想藏书55188

图书在版编目（CIP）数据

投资之道：全球杰出华人投资者访谈录/理森著. —北京：中信出版社，2012.8

ISBN 978-7-5086-3412-8

I. 投… II. 理… III. 华人－投资者－生平事迹－世界 IV. K815.34

中国版本图书馆 CIP 数据核字（2012）第 143307 号

投资之道——全球杰出华人投资者访谈录

TOUZI ZHI DAO

著　　者：理　森

策划推广：中信出版社（China CITIC Press）

出版发行：中信出版集团股份有限公司（北京市朝阳区惠新东街甲 4 号富盛大厦 2 座　邮编　100029）

（CITIC Publishing Group）

承 印 者：中国电影出版社印刷厂

开　　本：787mm × 1092mm　1/16　　**印　　张**：23.5　　**字　　数**：384 千字

版　　次：2012 年 8 月第 1 版　　**印　　次**：2012 年 8 月第 1 次印刷

广告经营许可证：京朝工商广字第 8087 号

书　　号：ISBN 978-7-5086-3412-8 /K · 232

定　　价：46.00 元

版权所有 · 侵权必究

凡购本社图书，如有缺页、倒页、脱页，由发行公司负责退换。　　服务热线：010-84849555

投稿邮箱：author@citicpub.com　　服务传真：010-84849000

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

本书献给马克西米利安（Maximilian）和克莱尔（Claire），希望你们从书中学到，勤奋、正直、感恩和奉献，是通往幸福人生的四级阶梯。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

前　言

2005~2006 年，我在美国纽约大学做博士访问生时，受到其间所访问的各大国际资产管理公司、华尔街优秀华人投资者的理念和策略的启发，产生了模仿杰克·施威格（Jack Schwager）的《金融怪杰》（*Market Wizards*），探访华人杰出投资者的想法。我任职于保险公司投资部门，工作的一部分就是以全球视野挑选外部经理人。我找到了《价值》杂志的主编张志雄，并在很短时间拟定了名单、撰写了提纲问卷，开始了越洋的投资之旅。在所访谈投资者的无私奉献和大力支持下，《华人杰出投资者》在 2007 年非公开出版，成为中国专业投资者热心阅读的精神园地。各杰出投资者向华人投资界贡献了一己的智慧，在纷繁芜杂以至贪婪恐惧的投资世界留下了笔墨香。

当时我曾与所访投资者约定，5 年后再回首、再展望。在"黑天鹅"成为日常语的现在，我们似乎不敢说，2007~2011 年，恐怕是我们这一辈子经历最为震撼的全球从繁荣到危机的 5 年。巨人在衰落，明星在消失，我们的进步与成长在哪里？当我们走向一个又一个 5 年时，对世界、对人生、对投资的感悟，都相互交织。

何谓杰出投资者

我们知道，西方 200 年的资本市场发展，也不过产生了几十名数得上的投资大师和杰出投资者。杰出投资者需要有时间证明、业界公认，杰出投资者需要业绩卓越、自成体系，杰出投资者需要人格魅力、社会传播。

按本书中杰出投资者黄庆和总结的标准，衡量杰出投资者需要 20 年，评价投资大师则需要 30 年。因为 10 年一般涵盖了两个多空周期，是投资者确立其市场地

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

位的阶段；20 年是其从管钱到快退休的阶段，只有持续的业绩卓越，才能称之为杰出；而 30 年后才能称之为大师，因为需要历史传承证明其投资理念、投资方法的有效性。投资大师不能是只有自己成功，还应通过其理念、策略体系的传播，帮助一些勤奋而有天赋的后来者取得成功。

2006 年开始做这一项目时，我们就为所访谈的西方及华人杰出投资者的业绩所感叹、策略所吸引、精神所激励。相较西方人，华人的经历经验对中国人更容易产生共鸣。在与优秀的投资人交流并感悟之余，我觉得对自己的认识理解越深，也越能从琐碎、急躁、怀疑中走出来，更加执著、专注且明确。己所欲，施于人。我希望能把有幸与杰出投资经理交流的心得，与有心的投资者共享，让同道者有所感悟。与众多业内人士的交谈，让我进一步产生了要将这些华人投资经理的理念与策略向投资大众介绍、向世界传播的使命感。

我已经有近 10 年的挑选外部基金管理人的经验，这些年在国内外走访了绝大多数著名机构投资者，包括国内外保险公司、大学捐赠基金、养老基金、共同基金、对冲基金及各类资产管理公司，会见了超过 200 名国际和国内基金经理与投资经理。在我看来，一批优秀的华人投资者已经和正在成为我所追寻的杰出投资者，他们中许多人的思想高度和业绩已可与诸多西方杰出投资者比肩。

我们并不妄自菲薄。我确信，按照设定的最高道德标准、最高专业水平、最高哲学与艺术魅力的要求，在我和我的同行的视野里，已经出现了符合我们最高标准要求的华人杰出投资者，也有更多的我们认为极有潜力成为卓越投资者的投资经理。随着中国资本市场的发展及中国经济文化在世界的崛起，随着时间的考验，这些投资者中将产生数名投资大师。他们将与世界诸多投资大师一起，创造巨大经济和社会财富，散发智慧的哲理和人性之光芒。

本书选取的 12 名投资者，都是专业投资圈中口口相传、业绩成就早就获得公认的杰出投资者。我们有至少 5 年的交流，大部分人是多次受访；新接受访谈的，也有多年的专业了解。哪怕世界再变，杰出投资者就是杰出投资者。我们非常高兴地看到，这些杰出投资者，历经沧海，方显英雄本色。我们更高兴地看到，一些当时我们没办法联系上，或因种种原因不能出现在书上的候选人，终于答应倾谈。

本书中的投资者，有 2 名出生于 50 年代，大部分生于 60 年代，他们平均有 20 年的投资经验，以及可靠的、持续卓越的业绩记录（有 1 名以数量投资见长的“70 后”也得以入选）。杰出投资者中，8 名来自大陆之外或主要在大陆之外从事投资；有

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

香港的价值投资巨匠，有台湾的投资常青树，有黄金行业基金第一人，有专注债券的华人对冲基金标杆，有顶尖宏观及新兴市场对冲基金交易员，有全球股票投资专家，有数量绝对回报投资天才。4 名大陆的杰出投资者，分别为基金、券商、私募和个人投资者中佼佼者。我们没有刻意地按行业和投资策略挑选代表，但结果却有趣地具有广泛的地区、行业、策略代表性。

谁是杰出投资者

杰出华人投资者济济一堂，将真正实现当年我邀请函中所期许的这一项目的社会价值——一场与中国投资大家灵魂的交谈，一堂享受多种投资理念策略的精神盛宴，一路重温杰出投资者成功历程的惊叹之旅，一次深刻借鉴、自省、提升的心灵顿悟。

谢清海，马来西亚华侨，18 年前在香港白手起家，建成了香港本地最大、亚洲领先的资产管理公司——惠理基金，成为专注大中华市场的亚太区价值投资专家。谢清海看重“可教”与“好学”，能让我们在体会其价值投资方法之余，启发更多。

李山泉，15 年专注于管理黄金及特殊金属行业股票基金，早已是国际黄金行业投资领域最重要的专家。2011 年，他的基金又获得理柏公司贵金属类别 5 年第一名的殊荣。李山泉管理行业基金，并不讲究和基准比较，然而过去 10 年每年都是跑赢基准，其中 7 年超过基准 20 个百分点以上。

黄庆和，从 1992 年起，持续多年获得台湾基金业的第一及杰出基金经理奖项，是台湾出道最早、绩效最优且仍活跃在投资一线的唯一基金经理，是名副其实的投资界“恒星”。他捕捉未来、评估未来、投资未来的理念和方法，使得他常能看清可能发生的未来。

黎彦修，15 年前就在转债套利上声名鹊起，并成立华尔街华人最大对冲基金公司，他从不固守自己专长但已拥挤的领域，以价值投资法转向垃圾债券投资（包括近年的欧洲垃圾主权债务投资），大获全胜。黎彦修在丛林般的对冲基金激烈的竞争中，却是“看得很广、做得很少”。

杨光，管理了 10 年规模达 50 亿美元的邓普顿全球机会基金，被彭博资讯公司评选为十强全球股票基金，是唯一问鼎的华人基金经理。2010 年，杨光回国创办规

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

模达数十亿元的融源资本，从PE（私募股权）领域，以全球视野投资中国，关注中国产生世界级的公司。

张涵，早在2005年就结束了基金公司副总、投资总监生活，既不愿意成立公司，更不愿意做阳光私募，成了一名纯粹实践投资理想的个人专业投资者。他以"自由行"的生活方式，实现着他的"生活方式决定投资高度"的论断。

江平，在激烈紧张甚至残酷的全球宏观交易中历练成为华尔街顶尖交易员。2007年，江平成为历史上唯一因投资业绩收入过亿元而与大型对冲基金及投资银行总裁并列世界金融百强的交易员。2008年江平成立自己的对冲基金，2009年、2010年连续两年列新兴市场对冲基金首位。他动有行军打仗的气势，静有闲庭信步的从容。

江作良，本着朴素的价值理念，稳健又不缺敏感，注重基本面又兼顾发现市场共鸣点，江作良10年前奠定了易方达的基本投资理念乃至公司文化。现在的江作良更强调主动投资成功是小概率事件，因此他更加用平常心作投资，坚持投资的道德品质、坚持科学的态度和基本的理念。

王国斌，国内券商中投资业务模式及理念转型最早、业绩最优秀、投资团队最稳定的东方资产管理的领军人物。他有理想，但不理想化投资；最优考虑，但次优选择；对投资过程重于投资结果。他持续学习和反思，十数年坚持在一家公司，使他成为经历早期券商"荒唐"投资时代、存活时间最长且仍活跃在前线的唯一行业老将。

但斌，从信奉波浪理论的技术分析派彻底转变为巴菲特价值投资的学徒。但斌用他对巴菲特及其搭档芒格的深入研究和实践、经历2008危机对价值投资的重新思索，成就了也许是国内仅有的古典企业价值投资者。但斌以诗人的气质和体育人的坚毅，告诉我们"价值投资不需要任何借口"、"好的企业像宝石一样珍贵"、"守候时间的玫瑰"。

胡斌，业内唯一兼任基金经理的基金公司总经理——他是纽银梅隆基金的总经理，也是QFII（合格境外机构投资者）基金的基金经理。胡斌的投资研究贯通了股票、债券及衍生交易工具。他擅长基于基本面的数量策略投资，科学地监测风险溢价，进行"买高卖低"，从而将普通人含糊的万能真理"买低卖高"得以实现。他还把数量研究当做金融侦探，开发出基于行为金融学的事件驱动投资模型。

居雄伟，在非有效的市场中，他用科学的方法赚钱。他认为在单只股票或少数股票的层面上，投资是一门艺术，但当大规模地看成千上万只股票时，投资就是一

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

种科学。他建立了一个系统，捕捉全球股票及金融市场机会，在过去 10 年连续实现了绝对回报。

杰出华人投资者当然不止本书中列出的 12 名，但这 12 名却具有绝对的专业代表性。好的投资者通常类似，不好的投资者则各有不同。事实上，我们在挑选和邀请这些投资者时，杰出的业绩只是一个基本的标准，更多的是其投资理念和策略体系的系统性与可借鉴性。曾有人问能否搞个顾问委员会来评选杰出投资者，但我们更认为，市场早已经给了标准，我们这一项目要作的不是"评选"，而是"访谈"。我们的工作是按照业内公认的标准，找出这些投资者，邀请其进行专业的访谈。

意味深长的是，在同意分享其经验思想的同时，没有一名受访者认为自己是杰出投资者；我们访谈的过程中，大家也没有花几分钟讲述其业绩——业绩已经是事实。没有人追求成为杰出投资者，而成为杰出投资者。在他们看来，杰出是追求专业投资过程中或许偶然的结果。我们的受访杰出投资者，都把这一项目当做是一个平台，一种反思，一种参考视角，一项公益事业。这一杰出精神的光辉，让我们每个人在劳累之余，都觉得深受鼓舞，深有意义。

什么造就杰出

如果要对 12 名杰出投资者作个教育和专业的统计，可发现，他们中有 4 名毕业于中国科技大学，2 名毕业于北京大学，有 3 名起初没有上大学；有 4 名原是学生物和化学的，只有 2 名是学经济专业出身的；有 3 位名字里有"斌"。显然，这些发现很有趣，但都不能说明为什么他们能成为杰出投资者。杰出投资者与出身无关，也大多并不出自科班，很多民间个人投资者安静地赚钱，专业且杰出。吉姆·柯林斯（Jim Collins）在《从优秀到卓越》中说过，从优秀到卓越的过程并不意味着更加忙碌、更多磨难，相反，平凡甚至失败者往往更加劳累奔波、更多挫折打击。企业如是，投资亦如是。

2006 年我曾为此书初版《华人杰出投资者》写过《什么造就杰出》的序言。时隔 5 年，无论是受访投资者，还是我，包括读者你，对"杰出"一定有新的感悟。但对什么造就杰出，我还是要照抄之前的文字：

我们访谈的这些杰出投资者，来自不同的家庭背景、有着不同的教育和入行经

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

历、具有明显不一样的个性、有着不同的理念和操作方式、从事不同专业的投资、经历过不同的挫折，但最后共同都取得了十数年的成功。在我们的名单里，有持续战胜市场和排名第一的耀眼恒星，有敏于事而讷于行的默默耕耘者，也有不容于基金和券商的个人投资者。

他们都有一个共同特点，就是十数年专注于专业的训练、持续的学习实践，并获得了可重复的成功。

在与包括本书访谈到的华人在内的国内外卓越投资人交流的过程中，我总在想，他们的个性、背景、经历、理念、策略和风格是显著不相关的，但这些又都好像全部与其成功相关。我希望找到一个能对普通投资人包括我在内，更通用的答案，或许能找到通往杰出之路的秘密。

我认为我找到了答案，不过不是我想出来的，而是2006年10月末一个早上，我例行打开CNN Money发来的每日快讯，就深深地被杰夫·科尔文（Geoffrey Colvin）所写的《什么造就卓越》（*What It Takes to be Great*）吸引：什么造就泰格·伍兹的杰出？什么造就沃伦·巴菲特投资大师称号？无数的研究发现，并非是天赋，而是由于长期持续的、有目的、专注的训练和实践，造就了杰出的运动员、音乐家、投资家，甚至企业家。

基本上在每一领域，大多数人一开始学习得非常快，然后就慢下来以至于完全停止进步，但也有少数人会持续进步数年数十年，从而成为卓越者。没有努力就没有成功。绝大多数大家在成功前都需要至少10年的努力，这就是"十年法则"，而有些研究者认为10年并不是平均值而是最小值，在许多行业如音乐和文学，卓越者往往要有二三十年的努力才能达到他们的高峰。

仅有努力还不足够，持续刻意地专业训练必须是努力的内容：不只是做，而是要做得更好。如果你唱歌只是为了玩，你就永远成不了歌唱家。很多高尔夫球爱好者每天都在打球，但永远也达不到专业水平。泰格·伍兹至少通过了15年练习才能在18岁就获得全美业余冠军。即使现在，他每天都要进行高强度的练习，甚至击球前有时还会先空挥一下，想象一下球的落地。佛罗里达州立大学的安德斯·埃里克森（Anders Ericsson）教授研究发现，在同样是20年琴龄的小提琴手中，最优一组平均练习时间是10 000小时，次优即第二组平均时间为7 500小时，下一组为5 000小时。在商业界，在投资界，这一规则同样适用。

对常人来讲，如此不断地要求进步、永不停步似是不堪承受之重，这也是为什

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

么杰出者总是少之又少。人们习惯于将自己并不具有某方面的天赋当做放松的借口，当然这并不是什么坏事，而将杰出者的成功归因于他们的天赋，这显然是一个错误的推搪。科学家也搞不清楚为什么有一些人就是有这样的内动力去持续地追求卓越。但他们用无数的案例证明，在大多数的领域，如果持续追求卓越，就能达成卓越。

我想这就是对巴菲特为什么偏爱选择40岁以上经理人的解释，也是对我们探访的杰出经理人平均有20年经验的最好诠释。同样，它也正是我们在这里与投资者一道分享杰出华人投资者的投资哲学和努力过程，并共勉持续专业努力的原因。

为什么要坚持这一项目

确定杰出华人投资经理的名单，我们非常慎重。我们认为，名单产生于市场、产生于专业投资者的口碑。它的产生具有独立性——我们并不刻意，但是谢绝了任何性质的赞助。这一项目，不是颁发受访者一个证书——我们不权威，受访者也不需要。真正的杰出，不需要评选。

我们认为，专业投资者访谈杰出投资者，其实是杰出投资者自己访谈自己。我们记录和整理这一访谈结果，让有心人体会到是什么造就了杰出。同时，通过这一方式，杰出投资者们在为其客户创造非凡的财富之外，也在最大范围、用最有效的方式，回馈了社会。

正因如此，我们把持续访谈、跟踪杰出华人投资者当做是一项社会实践。时间是最好的考验，也是最好的财富创造者。我们用了5年的时间，在全球范围内，经过多方探访和业内推荐，找到了这些投资者。5年时间对这一项目还只是个开始。这一历时5年而定下的名单、历时5年多次的访谈、历时5年的多轮国内外探访之旅，终于在今天形成了呈现在你面前的杰出华人投资者访谈录。

我们一开始就将这一项目设计成为一项专业投资者访谈杰出投资者的计划，并且确定了每5年跟踪访谈的结构。此外，我们还希望未来有一天能够以基金形式跟踪这些投资者，从而形成一项经历时间考验的社会实践、投资实践、公益实践。因此，这5年，我们从提出名单到联系确认，从设计问卷到电话采访再到多次实地访谈，从上海、北京、广州、深圳，到香港地区、台湾地区、美国，我们对此项目倾注了全部的热情。我们并不指望它成为如《金融怪杰》一样的投资经典，但我们确信中国投资人会在其中找到自己的启示。将卓越华人投资者的理念、观念、策略全

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

部或部分奉献给方兴未艾、任重道远的中国投资界，也赋予了此项目公益性质的使命。

非常欣慰的是，这一项目，一开始就得到了所有我们联系的投资经理的高度认可。事实上，他们中的大多人，都早已习惯只做不说。有些在对冲基金的投资经理，行规是保持不对外的，但听我解释完这一项目，通过与律师合理的安排，采取了个人的方式，最终奉献了自己的思想。虽绝大多数人与我之前都有很好的交情，但也有几位是委托朋友辗转介绍的，他们无一例外，一旦接受访谈，均专业地对待我们的每次沟通，一如其对待投资本身。应该来讲，除了极个别外，绝大多数我们的目标采访对象，最终都出现在了我们的名单上。

需要感谢的是，这一项目，自始至终还得到了业内诸多领导、投资专家、朋友的指导和支持，他们有监管单位的领导，有国内数十家基金公司和资产管理公司的领导与投资总监、基金经理、研究员，有国外和境外诸多资产管理公司的专家，有来自不同行业的专家和朋友。没有他们的鼓励、帮助、指正，我们难以达到如此的视野和深度。

历经时间考验、历经种种艰难，能蒙如此多人帮助，而成此项目，心中充满感激、自豪和满足。我们深感自己才是这一项目的受益者，从中不仅学到投资、历练世界观，并得到了巨大的精神馈赠。

5 年前，全球大繁荣大牛市，遍地是股神。森林里找树，顺风起帆，谁都行，但退潮才知道谁在裸泳。市况越低迷，投资的专业性越重要。过去 5 年，在百年一遇的金融海啸中，包括杰出投资者在内的所有的人，都遇到了巨大挑战；所不同的是，我们的杰出投资者无一例外反而都在反思中得到进步。经历风浪，整体而言他们的业绩、精神面貌都在创历史新高，这不证明杰出的价值吗？在市场最危难的时候，没有一名杰出投资者觉得投资已死，而仍在积极地学习、积极地思考、积极地投资。有感于此，我们将 5 年前定的“华人杰出投资者”，更名为“杰出华人投资者”。

5 年前，全球歌舞升平、艳阳高照，也许我们自己本身都没有静下来体会“杰出投资”的内涵是什么；5 年前，访谈关注的是投资技巧和策略，而现在，更包含了世界观、人生历练，同时也增加了投资者的最新观点。其中海内外杰出投资者对中国资本市场乃至中国改革前景的建言，其拳拳之心，更显投资者人性的光辉。经济危机时，看杰出投资者的表现，较繁荣时期更能汲取精神力量。看到杰出投资者在 5 年间的经历和思想变化、所取得的进步和进行的反思，更让这一项目具有历史使命感和社会实践意义。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

5 年的专业跟踪，还有什么经不起考验的呢？ 5 年的交流访谈，还有什么话题不能深入呢？ 5 年的深度研究整理，清晰的理念和策略——呈现，错误的观念也——打破。访谈中，除了我们激动不已外，很多次受访者身边的人都说有些内容从来没听受访投资者讲过，有些杰出投资者审稿时也认为一些内容自己已不能再重复讲出。专业访谈如同文艺作品，是灵感的回放，也是心路的历程。

杰出投资者应是人类思想集大成者，他们超越政治家思考，关注甚至推动政治、经济、社会；落实到投资，又能回馈到社会。12 位海内外华人投资者，叠加 200 年投资智慧，投资范围与视野遍及全球，但又与中国紧紧相系。中国参与世界竞争已经从产品阶段进入到金融阶段，但华人在全球金融界究竟是否只能是二等公民？“大投机家”安德烈·科斯托拉尼（Andre Kostolanys）说过，金融交易并非是犹太人的专业，中国人在这方面同样精明，如 60 年代美籍华人蔡至勇可是华尔街的一号风云人物。在这一背景下，本项目也算填补空白、有民族意义的事。华人杰出投资者的经验和思想殊为可贵，华人界也应当出现更多的优秀金融和投资大师。

投资也是一种技艺，需要广泛观摩、历年勤练。犹如练武功招式之中，内功心法才是关键；专业投资者也是在学习借鉴中，逐步建立起自己的理念和策略体系。有人称本书是在阅读基础投资理论、投资大师传记之后的投资理念和策略的进阶书；也有人称此书是各行业青年的励志书。如果读者诸君真能得到一点这样的启示，那我们就没有辜负杰出投资者拨冗受访、奉献智慧的时间与心血。

访谈大体分三部分内容，包括经历、投资理念及策略、新近观点和建议。过去 5 年，我们与被访者均是多次相见深谈，但文中描写的访谈场景，则取最近或印象比较深刻的一次。这些受访者的专业领域和投资策略各不相同，因此对同一事件的观点可能会不一致，甚至针锋相对。杰出投资者江平说过，对专业选手来讲，看错也可能做对。我们则对受访者的观点真实准确进行记录负责。

严建红

2012 年 4 月

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

目录
CONTENTS

前　言　IX

001 / 谢清海　亚洲价值投资的先驱

谢清海作为马来西亚华侨，20 年前在半殖民地香港白手起家，成立了惠理基金。他推崇毛泽东和邓小平，秉承价值投资核心理念，以卓越的业绩赢得国际和本土高度认同，突破了欧美大投行、大资产管理公司的势力，最终打造了香港本地最大、亚洲领先的资产管理公司。

我的故事不可复制　005 / 惠理，Value Partners　009 / 可教与好学（Teachability & Learnability）　014 / 小到足够灵活，大到十分有力　018 / “香港巴菲特”　022 / 我的老师是历史　024

027 / 李山泉　黄金术

15 年的黄金及特殊金属股票的投资，使李山泉成为全球黄金投资行业最重要的专家。他专注管理行业基金，却不受制于行业基准；他关注资源价值，更注重企业经营。15 年来，他的基金规模增长了 75 倍。过去 5 年，其基金净值增长超过 5 倍，同期黄金基金基准上涨不到一倍，由此获得理柏公司贵金属类别 5 年第一名的殊荣。

中国的资源定价权　031 / 中国走向国际，体制和思维都要变　035 / 投资黄金股票基金vs.投资黄金　039 / 奥本海默 15 年　043 / 黄金基金 15 年　046 / 拒绝快速致富　050 / 一定要做自己喜欢的事情　053

057 / 黄庆和　捕捉、评估和投资未来

谁说持续战胜市场和排名第一不可能？ 1992~2005 年，他获得了台湾基金界多年的第一名，过去 5 年在自己创办的公司继续卓越业绩。黄庆和是台湾出道最早、

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

303 / 胡斌　立足基本面的量化策略投资

胡斌的投资研究贯通了股票、债券及衍生交易工具。他提出“买高卖低”——他设计出一个模型，能够科学地监测风险溢价，进行“买高卖低”，从而将普通人含糊的万能真理“买低卖高”得以实现。他还把数量研究当做金融侦探，开发出基于行为金融学的事件驱动投资模型。

15 年求学之路 307 / 12 年梅隆定量人生 311 / 贯通股票、债券、衍生品市场 316 / 立足基本面的定量策略 319 / 风险溢价：买高卖低 323 / 比市场更敢于承担风险，更有理性 325 / 事件驱动：用定量方法做金融侦探 327

331 / 居雄伟　绝对回报数量投资

在非有效的市场中，他用科学的方法赚钱。在单只股票或少数股票的层面上，投资是一门艺术，但当大规模地看成千上万只股票时，投资就是一种科学。他建立了一个系统，组织了一个数量研究投资团队，捕捉全球股票及金融市场机会，使其模型更有力，更具容量，更能抓住不同的阿尔法来源，连续实现了 10 年绝对回报。

绝对回报策略 334 / 危机应对 339 / 数量化是对人脑思维方式的补充 341 / 因子驱动捕获超额收益 345 / 市场趋于有效与人才相对饱和 346 / 过度的数据挖掘大多是海市蜃楼 349 / 全球数量化投资机会 352

致 谢　357

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

181 / 江平　顶尖对冲基金交易员

在雷曼做了10年全球宏观交易员后，江平加入著名对冲基金赛克（SAC）。2007年，江平成为历史上唯一因投资业绩收入过亿元而与大型对冲基金及投资银行总裁并列世界金融百强的交易员。2008年成立自己的对冲基金，2009年、2010年连续两年列新兴市场对冲基金首位。

挑战华尔街 184 / 十年雷曼交易员 186 / 上榜全球百佳顶尖交易员 190 / 顶尖交易员兵法 192 / 训练出来的生物直觉 196 / 当所有人站在对立面，站在所有人的对立面 199

203 / 江作良　基本面与共鸣点结合的价值投资

本着朴素的价值理念，稳健又不缺敏感，注重基本面又兼顾发现市场共鸣点，江作良10年前就奠定了易方达的基本投资理念乃至公司文化。2008年离开易方达后，江作良更强调主动投资成功是小概率事件，因此他更加用平常心作投资，坚持投资的道德品质，坚持科学的态度和基本的理念。

主动投资成功是小概率事件 206 / 价值投资没有标准的方法 211 / 寻找市场的共鸣点 215 / 基本面和共鸣点结合的价值投资 217 / 市场低迷的原因在于经济增长点缺乏 221 / 真实的江作良 225 / 用平常心作投资 227

233 / 王国斌　寻找幸运又能干的价值企业

国内券商中投资业务模式及理念转型最早、业绩最优秀、投资团队最稳定的东方资产管理的领军人物。他有理想，但不理想化投资；最优考虑，但次优选择；对投资过程重于投资结果。他成为经历早期券商"荒唐"投资时代，存活时间最长且仍活跃在前线的唯一行业老将。

珍惜不确定的环境 237 / 投资的全部内容就是概率 243 / 资本市场转向买方时代 247 / 投资幸运又能干的价值企业 251 / 看好新兴产业 259 / 机构投资者的时代来临 264 / 打造可复制的投资团队 267

273 / 但斌　价值投资不需要任何借口

经历20世纪90年代初的股市洗礼，但斌开始从信奉波浪理论的技术分析彻底转变为巴菲特价值投资的学徒。2004年，但斌正式成立东方港湾。但斌用他对巴菲特及其搭档芒格的深入研究和实践，多次朝礼巴菲特股东大会，经历2008危机对价值投资的重新思索，成就了一名也许是国内仅有的古典企业价值投资者。

从技术分析派到彻底价值投资 277 / 坚持价值投资，不需要任何借口 279 / 守候时间的玫瑰 283 / 好的企业像宝石一样珍贵 285 / 投资者应该比一般人看得更久远 290 / 古典企业价值投资主义 293 / 成功者是内心力量强大的人 296

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

绩效最优且仍活跃在投资一线的唯一基金经理，是名副其实的投资界"恒星"。他喜欢不确定性的未来，并在20年的磨难中找到了捕捉未来、评估未来、投资未来的方法。

台湾投资界常青树 061 / 捕捉未来、评估未来、投资未来 064 / 追求不确定中的确定性 068 / 从台湾看大陆经济的未来 072 / 看好中国消费、医疗服务与环保产业 076 / 2012年下半年市场将重新兴盛 080 / 衡量投资大师要30年 086

091 / 黎彦修 转债套利、垃圾企业债与垃圾国债投资

15年前就在转债套利上声名鹊起，并成立华人最大的对冲基金公司的黎彦修，从不固守自己专长但已拥挤的领域，他以价值投资法转向垃圾债券投资，大获全胜。在此轮美国次贷和欧洲主权债务危机深入之前，他进一步从垃圾企业债券进军垃圾国债投资。他看得很广，却做得很少。

"百年不遇"的危机 095 / 中国像日本，但还没到日本的程度 101 / 不固守成功领域 105 / 看得很广，做得很少 109 / 债券研究要细致细心 113 / 对冲基金就像丛林，各有各的本事 117 / 没有百年大法，就没有百年大计 119

123 / 杨光 全球视野的财富前瞻

杨光是华人在华尔街作全球基本面投资能做到高层的仅有人士，他于1999年执掌达50亿美元的邓普顿全球机会基金，至2009年卸任时，被彭博资讯公司评选为十强全球股票基金，是唯一问鼎的华人基金经理。2010年，杨光回国创办融源资本，从PE领域，关注中国产生世界级的公司。

神经科学博士踏入投资领域 127 / 感恩之心（Attitude of Gratitude） 130 / 执掌全球机会基金 134 / 超配中国，做中国概念股 138 / 基本投资理念：第一是估值要合理，第二是要有耐心 140 / 关注中国产生世界级的公司 144 / 成功的性格因素：乐观、自信 148

151 / 张涵 生活方式决定投资高度

张涵一直追求行云流水、流畅的投资，不愿受任何干扰和干预。他早在2005年就结束了基金公司副总、投资总监生活，既不愿意成立公司，更不愿意做阳光私募，成了一名纯粹实践投资理想的个人专业投资者。善于快速阅读年报的他，目前以"自由行"的生活方式，实现着他的投资高度。

中国证券市场的资源诅咒 154 / 公募基金 vs. 私募基金 vs. 自由投资者 161 / 绝对回报 vs. 相对回报 163 / 生活方式决定投资高度 166 / 生活方式决定企业家高度 170 / 投资的本质在于未来，未来的希望在于创新 172 / 投资没有接班人 177

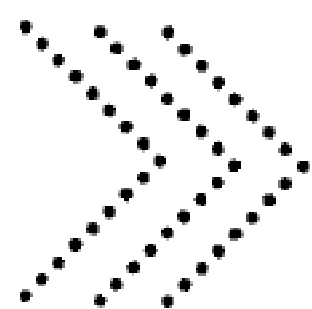
全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

谢清海 亚洲价值投资的先驱

惠理基金［香港］

谢清海，马来西亚华人，现居香港。谢清海作为东方人，在半殖民地香港白手起家，突破欧美大投行、大资产管理公司的势力，以价值投资为核心理念，以近20年的努力，最终打造了赢得国际和本土高度认同的香港本地最大的资产管理公司。谢清海1954年出生于马来西亚，家境贫困，年少丧父，很早就承担起了家庭的重任。1971年，在马来西亚《星报》担任社会新闻记者，1974年，他只身来到香港，担任财经记者。1989年，谢清海加盟欧资券商摩根建富（Morgan Grenfell），出任其研究及交易部主管，开始了其兼收并蓄而独有贡献的价值投资之旅。1993年2月，谢清海与叶维义共同出资500万美元，成立了惠理基金。近20年来，惠理由小规模基金公司成长为管理资产达70多亿美元的大中华区首屈一指的资产管理集团，客户遍及全球，是全球大中华地区投资最大也是最优秀的资产管理公司。公司于2007年在香港联合交易所上市，成为本地首家在香港主板上市的资产管理集团。首只基金——惠理价值基金从1993年成立至今，年化回报达到近17%。自1994年起，惠理基金和谢清海及团队就获奖无数。在2011年，价值基金又获得亚洲对冲基金奖之长期表现奖，以表彰该基金在过去10年的卓越表现和持续优秀业绩。惠理公司多年持续被各种机构评选为最佳资产管理公司，谢清海本人也多次获得如亚洲区资产管理行业25位最具影响力人物等奖项。但更大的荣誉，其实来自专业机构投资者及个人客户、民众的口碑，谢清海被视做从平民到打工皇帝的英雄、亚洲价值投资的先驱、"东方巴菲特"。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



对谢清海的拜访是7年前的计划。当时，我还在平安资产管理，由于平安投资副总监为香港人，而保险业开始考虑到香港进行投资，因此，在挑选外部投资经理人时，惠理基金作为大中华地区最大及最知名的本地资产管理公司，自然在我们的选择名单内。后来，由于出国学习，我就未能继续该计划。2007年，平安成为惠理基金香港公开上市的战略投资者，占其9%的股份（后来平安卖出了其持股）。作为专注大中华区的价值投资专家，惠理赢得了全球主流机构投资者的广泛认同。

历史重新轮转。2011年，我在新的公司，也要开始准备到香港及海外投资等相关事宜，自然也包括境外投资市场的调研和外部投资机构的挑选。惠理较7年前规模更大，已经超过很多外资行，成为大中华股票投资的巨人。该次我们在香港拜访了6家大型资产管理公司，其他5家均为欧美资，而其管理规模和人员团队均不及惠理。惠理现在除了有谢清海这样的王牌外，投资团队较当初更为梯队化，专业投资研究人员达到了40人；公司信奉价值投资，具有独特公司文化，每年拜访2 500家以上公司；投资策略聚集大中华，但产品策略明显更丰富，管理基金数目已经达到30余只，包括了基金、退休基金、对冲基金、机构账户等，还包括了被动管理的价值中国ETF（交易型开放式指数基金）及黄金ETF。在前平安集团总经理张子欣的帮助下，我们联系上了惠理集

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

团陈尚礼总经理，对公司进行了拜访。在与投研团队进行交流之后，我们单独对谢清海进行了两小时的访谈。

谢清海并非科班出身，却在国际资产管理大鳄林立的香港创建了最大的资产管理公司。他的成功路径是否可以复制？他是否一开始就计划着现在的事业？当我问他这些所有人想问的问题时，他的答案竟然都是“不”。他认为他的成功归功于特定的历史时代——亚洲奇迹时代。而现在这个时代已经结束——就增长率而言。另外是股票市场也变得更加有效率。同时，谢清海认为自己当初转行作投资的动力是太穷，然后爱上投资后只是想开办一家兴趣店（hobby shop），并没有规划和设计要做一家最大的资产管理公司。

谢清海告诉我们，他走向投资生涯是因为有一本书对他触动很大。大约在 20 世纪七八十年代，他还是记者时，看了约翰·特雷恩（John Train）写的《金钱的主人》（*The Money Masters*），书中介绍了包括巴菲特、约翰·邓普顿等人的投资故事，使他对价值投资理念产生了强烈的兴趣并最终转行作了研究和投资。他还专门加了一句，“这本书跟你们现在写的书很相似”。听他这样的介绍，我们更觉得自己所做是有意义的。本书定位不是初级阶段的普及投资教材，但它将以通俗易懂的方式，呈现优秀投资者的投资理念、策略及经历，所有的年轻人都非常容易读懂；它也不只是一部介绍投资的书，很多人都将从中读到个人奋斗精神——它对年轻人未来想从事任何感兴趣的行业都至关重要。谢清海的经历，正是个人勤奋与持续奋斗的最好写照。

谢清海作为东方价值投资先驱的经历不可复制，但他从陋巷走出天地、追求成功的精神和人生观或许可以复制。谢清海中学就为家计辍学，毕业于槟城大英义学（Penang Free School），17 岁就开始了记者工作，但他年纪轻轻就树立了终生学习的志向。从 21 岁开始，他将自己的签名改为“Learn”（学习），以每天的签名提醒自己要虚心持续学习新事物。

谢清海文字表达能力出众，在校曾获得英文写作比赛奖，他进入马来西亚《星报》最初的工作是叠报纸。老板赏识他的勤奋精神和创新能力，破格让他担当了社会新闻组记者。谢清海创造了两个词：Teachability（可教）和 Learnability（好学）。他认为，大多数人到了一定年龄后，就失去了可教性，更失去了主动学习的能力。在后来的工作中面试挑选年轻人，他都会在面试记录上留下这两个“密码”评分记号。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

1989 年进入摩根建富时，谢清海注意到大的券商只关注大型的公司，他独具慧眼，专门研究被市场忽略的优质小型股票，取得了巨大的成功。1993 年，他与叶维义创办惠理，1994 年即获得当年基金的第一名。此后 17 年，虽然经历了 1998 年亚洲金融危机、2001 年互联网泡沫、2008 年次贷危机等，他带领下的惠理始终践行着对价值的执著追求，不断完善投资研究的策略和流程，实现了价值投资策略在亚洲市场的成功运用，并成为大中华基金的旗舰。2007 年年底，谢清海以 2.5 亿余港元的年收入打破李嘉诚爱将霍建宁"打工皇帝"的纪录。坊间关于谢清海成功的报道不绝于耳，但很少人知道，他成功背后异于常人的学习力、非凡的坚持力；也很少有人知道，谢清海年轻时是改革社会兼济天下的"理想主义者"，他将这一理念转化为对社会、对客户的责任。2011 年，惠理与香港科技大学合作，于商学院成立惠理投资研究中心，训练培训学生研究投资能力。谢清海积极看好中国中西部，并在做一些有助于社会进步和经济改善的项目。2012 年年初，惠理基金收购金元比联基金公司中比联（比利时联合银行）的股份，进入内地基金管理业。

虽为香港最大的本土资产管理公司及知名上市公司，惠理基金却设址在香港国际金融中心附近的一栋不张扬的楼里。在接待处，公司英文标识"Value Partners"下"investing through discipline"（律己投资）这一小句子显得格外醒目。一个小插曲，谢清海是马来西亚华侨，他并不会说普通话和粤语。我之前只是略有耳闻，并



>>> 谢清海在公司标识前留影

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

未作任何准备。我本是不称职的业余记者，第一次作英文深度访谈，更是忐忑不安。所幸谢清海远比我想象中要善言、敏捷、热情。谈着谈着他就站起来，到白板上写上他的一些投资关键字，一会儿又带我们跑到公司一面荣誉墙前作回顾和解说。对谢清海的令人激动的访谈，真正印证了本书的初衷——专业投资者访谈杰出投资者，其实是投资者自己访谈自己。

>·——·<

我的故事不可复制

我是一名业余记者，20多年前，你是一名专业的记者。让我们把时空交错一下，如果你还是过去那名年轻的记者，来到现在这一刻，你会问现在的自己什么样的问题？[①]

我会问很多问题，其中最重要的一个会是，你认为你的故事仅仅是特定社会历史的一个特例，还是一个可复制的故事？

我的回答是，我不认为它会以同样的方式发生在别人身上。我觉得我是一个亚洲经济奇迹的例子。我在1971年离开高中，那时候几乎正是亚洲经济奇迹开始的时候。我很幸运刚刚好赶上了，就像大海，潮水来了，我就顺着潮水冒出来了。1971年，我离开学校的时候，马来西亚的年轻人失业率接近50%，所以我找到工作的概率是很小的。我的国家马来西亚那时是一个第三世界国家，很穷，我们有些时候连吃都吃不饱。所以从社会底部往上，并没有那么困难，因为你做的任何事情都是一种进步。你知道吗？我们那时到处都是饥饿的人。所以我觉得现在看来，在中国内地、香港、东南亚的主要城市，有些人仍然饥饿，但已经没那么饿了，他们不再饿得要死。如今我这里的员工跟我说："我的父母总是说，如果工作实在是太辛苦了，就回家，我会照顾你，不用担心。"你知道吗？在我的年代，根本没有这样的事，实际上我们从很年轻的时候起，就得赡养父母了。

我听说小时候你很早为支持家用，卖过菠萝；中学就辍学；当记者的第一份工

① 本书采用访谈形式，采访者提问与受访者回答内容以不同字体区分。——编者注

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

作是叠报纸？

我的父亲在我12岁时逝世，我家被迫变卖祖屋，住在租的房子里。我每天放学后帮叔叔卖菠萝，支持家用。我1971年到《星报》——马来西亚最大的报纸——上班，其实是在发行部折叠报纸。即使在最小的舞台，我也不会放弃最大的追求，这个工作对很多人来说，是比较低级而且无趣的，但我利用时间熟悉和学习报纸的一切，包括新闻的写作手法等。报社的老总得知我曾参加英文写作比赛，给了我一份超出学历的工作，让我当社会新闻记者。后来就想办法到香港，再去做基金。总之，当时有很强的成功意念与贫困的童年有关。

你觉得你的故事并非可复制，因为现在很难找到真正饥饿的人了。

是的，这是第一个原因。第二个原因，我认为，马来西亚、中国等亚洲国家，经济每年增长10%的时代已经结束了。我觉得甚至对于中国来说，未来10年或20年，增长率可能只有5%~6%，而不会再有10%。所以，未来从整体来看，机会也将少得多。

第三个原因是，证券市场正变得越来越有效。像我这样本来是报纸的记者，能转行做基金管理，是很幸运的。因为那时的亚洲股市非常低效、非常情绪化，由主观推动，这意味着市场上有很多不合格的投资者。那些人比我们更容易失误。我记得上海股市在20世纪90年代才开市，这个市场非常年轻；中国内地的第一家海外上市公司，在1991年左右才上市。所以，仍然有很多缺乏经验的、情绪化的投资者充斥着市场。你只要稍微聪明些，有较好的学习能力，你可以从他们手上挣到钱，因为他们比你犯的错误更多。任何交易，一定有一个人比其他家伙聪明。如果我是买家，我以一个更大的概率比卖家聪明，如果我是卖家，我以更大的概率比买家聪明，我不需要时刻正确，我的正确率约为2/3，这已经不错了。每个人都会犯错，我犯了很多错误，1/3的错误率是完全可以接受的，很多人的错误率是50%。我的错误少于其他人，所以我是赢家。

但是现在，我们有新的一代、受教育程度很高的人在参与市场，他们聪明得多，挣他们的钱更加困难了：你是受过教育的，他们也受过教育；你经验丰富，他们经验也丰富。我看到，美国市场，在一般情况下，是一个相当有效的市场，股票价格很好地反映基本面。这样的市场对我这样的选股者而言是很难挣到钱的。因为价格是相当公平的，没有任何更多的特别优惠。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

所以这是我给你的三个原因，一是社会中没那么多饥饿的人们；二是我认为亚洲经济迅猛增长可能已经成为历史，现在我们将进入温和增长的新纪元；三是市场本身变得较为发达，较发达的市场实际上对选股者是不利的。你仍然可以赚到钱，但挣不到大钱。现在外面有很多人做对冲基金，都希望能做成大的公司。但是，关于我的故事能否复制的问题，我认为不可行，至少不能以同样的方式。可能下一个成功的故事不会在金融市场，而会在教育或信息技术甚至出版业，一些有新思路的家伙，利用其所在领域的强劲增长和低效的市场，会获得比我还大的成功。

如果现在的你回到前 20 多年，你会选择同样的道路吗？我的意思是，你是偶然成为一个基金经理，还是一开始就认定自己会是一个很好的投资者？

我初始的想法就是挣大钱，你知道那时候很多人都很贫穷，我们很焦虑，不想再当穷人。这是一个非常强大的动力，只有那些曾经像我一样穷到那个地步的人，才能明白我指的是什么。

我在《星报》很快做到了助编和主笔。我可以在家乡槟城过着非常舒适的生活，但我觉得香港思想开放，对生命抱着“能”的精神，这里的效率和机会较适合我。1974 年，我带着个小包和很少的钱，踏上了去香港的货轮。到香港之初，我先后在《香港虎报》、《亚洲华尔街日报》、《远东经济评论》担任财经记者。我报道的内容涉及东亚及东南亚地区的商业及财经资讯，并先后在亚洲多个城市以及英国伦敦工作。这些深入世界经济金融核心的工作经历，让我对金融和经济有了更深入而又实质的了解，也激励了我亲自上阵的兴趣。我的目标不单单是负责撰稿或分析工作，而是要寻求一个可以大有作为的发展方向。

在 20 世纪七八十年代，我不记得具体是哪一年了，那时候我读了一本美国的书《金钱的主人》，这可谓我投资方面的里程碑事件。书的内容是关于美国的杰出投资者，包括沃伦 · 巴菲特，约翰 · 邓普顿，等等，跟你现在写的书很相似，作者是约翰 · 特雷恩。我读那本书的时候，很受启发。因为它是讲价值投资的，基于基本面进行的投资。1970 年的时候，我已经开始对金融感兴趣了，但我关于投资的认识还很浅。读这本书的时候，我意识到价值投资理论非常宝贵，因为它是基于基本常识，试图花 5 毛钱去买值 1 块钱的东西。

当时的投资机构都是欧美系的天下，这些机构都以大市值的蓝筹股为对象，对中小型公司不屑一顾，造成这些公司股价极度便宜。我想开展我的投资研究事业，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

就开始专门研究市值规模及股票价格较低的小型公司。当时，我还自学了会计学，对全球经济、金融及股票市场开始了研究。

1989 年，外资的摩根建富刚好前来香港开展证券业务。我知道这个信息后，就找到他们，告诉他们要在香港激烈的市场中脱颖而出，必须勇于开创新的领域。摩根建富没有找到更合适的人，也没有找到比我所建议的更好的办法，因此，我就进入了证券业。我负责组建了研究部门，出任研究主管。1989 年，香港市场受到了内地“政治风波”的影响，跌幅较大，我以灵活而独树一帜的风格，为摩根建富树立了名声。由于市况不佳，经纪业务并不好做。于是我就大力建议公司逢低买入经过深度研究的高折价中小市值公司。随着市场回暖，这一投资策略为公司赢得了可观的利润，而我也得到了人生中的第一桶金。由于在券商仍不能充分发挥我的投资专长，1993 年，我就与叶维义创办了惠理。

在惠理的长期投资生涯中，后来我才发现，我只是单纯地享受投资。因为投资对我来说是一个三维游戏，不只是数字、会计，它是对历史、政治、社会科学、人文社会的综合认知。我相信这个说法，股票价格是社会的一面镜子。股价上下波动，代表人们的恐惧和希望。所以，你想成为好的投资者，你必须了解社会：什么使人们害怕，什么使人们乐观。你就会知道，股票价格受情绪驱动。所以知识广博是非常有用的，你不得不以三维的触觉对全社会有良好的理解，这是非常有趣的智力游戏。

后来，很久以后，我才意识到，事实上，如果我进入这个行业只是为了我最先的目的——挣钱，我肯定会失败。那些对金钱太过于感兴趣的人，很少能挣到钱。这是真理。因为你如果一直想着挣钱，你会忘了你要创造价值，你要诚实，你要专业。于是，我学会了专注于专业技能。如果你有好的想法，钱会自己来找你，你不需要去找它。如果你是最好的心脏手术医生，你很有耐心，那么别人会支付大笔的费用让你来做心脏手术。许多年轻人加入这个行业不是因为他们有兴趣于此，而是因为他们想挣钱，这是个错误的理由，他们将赚不到什么钱。如果他们从早到晚考虑如何赚钱，而不是专注于如何做一个非常好的分析师，他们就无法自我增值。在惠理公司，我们教员工的一个理念就是，请避免金钱疾病。我们来这里纯粹是因为想成为一个很好的投资者。只要你是优秀的投资人，不用担心，钱会找你。在 2007 年，香港排名前列的纳税人，有 4 人来自惠理。钱真的找到了我们。我是那年香港最高金额纳税人。如果你做得确实好，钱自然会找到你，这是最好的方式。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

惠理，Value Partners

你1993年就创办了惠理公司，这对很多人来说都是相当超前的，而更超前的是，你在当年就推出了开放式的惠理价值基金。你创办公司之初有过什么规划，何时开始意识到自己能够成就香港最大的资产管理公司及上市资产管理公司的？

事实上，我没有作过长远打算。我还年轻的时候，是个左翼分子，我坚信马克思主义、毛泽东思想、邓小平理论，我对做生意一点儿也不感兴趣。我来香港的时候，连银行卡都不会开。然后我老板跟我说："如果你没有银行卡，我们就没法给你付工资。"在马来西亚的时候，我的工资都是现金支付的。我当时就对社会改革感兴趣。

这一切的发生只不过是因为在1993年，在摩根建富我既是研究总监，也是操盘手，后来我在投资小盘股上非常成功。那时候香港是英属殖民地，基金管理业是个非常舒服的行业，基本上都是西方人在做。这些西方人非常悠闲，喝喝啤酒，跟着恒生指数走。那时候，只要多多少少跟着指数走，别做出头鸟，就能过得很好。每年超越指数1个百分点，那么大家都喜欢你，你的老板也不会找你麻烦。但我是业外人士，只是个新闻记者，没什么输不起的，所以我跟我老板说："这些人作被动型投资，跟着恒生指数走，尽挑些大盘股。我们必须要买小盘股，这样才能有原创性，才能带来价值。"后来我做得非常成功，我的老板给我利润的15%作为绩效奖。也就是说，如果我挣了100万，我可以得到15万。没过几年，我就有了几百万美元。这不是什么秘密，这是我挣来的。

刚才我说我出于兴趣创办了惠理公司，那时候我有几百万美元，我的生活很简单，我所有的衣服都很便宜，也没买太多东西。这就是个兴趣，我们纯粹是享受投资的乐趣，而这正是我们公司成功的原因所在。我们乐在其中，不以挣钱为目的。当时我那几百万美元，对我来说够用一辈子了。我穿着牛仔裤去工作，感觉很好。我们的经营模式就是根本没有模式，什么都没有，就那样开张了。

我的合伙人叶维义，他的父亲就是执掌著名香港家族企业新昌营造的叶谋遵先生。叶维义和我一见如故，非常认同我的价值投资理念。1993年2月，我们募了大概500万美元，有150万美元是我的，200万美元来自叶维义，还有100多万美元来自其他一些朋友。这已经够多了，因为那时候我们就只有一间办公室，两个员工——我和秘书。叶维义以非执行董事参与公司业务。当时尽管我们只有几百万美元，我也觉得很富有，因为我从来没有过这么多钱。我也从没想过，我们的公司会

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

做大，它真正做大的时候还把我吓了一跳。

你们很快就公开发行了第一只基金——惠理价值。

1993 年 4 月，我们推出现在看来是旗舰的产品——惠理价值基金。惠理价值基金的投资目标为以注重潜在投资基本价值的投资原则实现稳定的理想回报。惠理基金成立后，一直在价值投资的方向下稳步发展，我们把主要业务确立为在亚太地区从事资产管理，并将绝大多数投资投向包括中国内地、香港以及台湾在内的大中华地区。

当时基金经理多侧重于投资蓝筹股，但我坚持在大多数投资人只关心大地产股和蓝筹股时，大胆看好并买入只有数倍市盈率的小型工业股。此后几年，该基金连续获得排名第一和前列的殊荣，让市场开始关注本地的投资机构。惠理成为亚太地区尤其是大中华地区最初倡导在采用从下而上、以研究推动的价值投资方法的公司之一，而且业绩非常优秀，改变了香港原有的客户只认外资牌的习惯，受到本地以至海外越来越多客户的支持。到亚洲金融风暴前，基金所管理的资产值已从 500 万美元增加到 1.5 亿美元的规模。1998 年，公司还引入美国私募股权基金 J.H.Whitney III，L.P. 成为股东，公司实力和声誉进一步提升。

你的公司成立始于爱好，你是如何把它变成一个成功的资产管理公司的?

完全是偶然。我没计划过要把公司越做越大，它刚开始就是一个兴趣店，它就这么发生了。我们发现，香港本地的资产管理公司，大部分创建后一两年就倒闭了。我看到很多这样的例子，香港人或者说中国人，他们原先在大公司工作，比如汇丰银行、施罗德等，像我一样出来另起炉灶，起初他们非常乐观，但是一两年大部分就倒闭了。因为他们很快将发现，当他们在大公司工作的时候，他们获得了很多基础设施方面的支持，比如市场营销、合规、信息技术，等等。但是，当你单打独斗的时候，什么都没有。当时我甚至要自己签收文件，别人来办公室，我负责接待，签收快递。这对我是一个很大的冲击。所以，你会承受非常大的压力，去做营销、筹集资金，没有人能帮你，这是一个噩梦。因为你根本没有时间作真正的研究，就不会有好的业绩；因为你没有好的业绩，就不会有客户；你没有客户，就得关门了。因此，惠理集团存活的原因之一是，当年我们的竞争对手非常弱，无法存活，而老百姓客观上也越来越希望寻找更适合他们的理财公司，来替代跟随市场的那些大公

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

司。因为这么多年以来，越来越明显，西方的大牌公司非常安于作指数型投资，跟市场差不多就收管理费，它们不再能满足老百姓的需求。

我们是怎么做到一步步地取得客户信任的？你来到这里，我展示给你看。光说没用，得展示结果。（我们一起走到会谈室外的长廊，看到满满一墙壁的各种奖励和荣誉。）你看，这是从 1994 年到现在，我们获得的业绩奖项，几乎每年都有。理柏、机构投资者、亚洲资产管理等机构，始终是最好的基金、最好的资产管理公司、最好的团队……看看这个，整面墙，不是一年，是每一年。

这个基金从一开始就公开发行的吗？这是很重要的，因为它意味着你们一开始就具有了公开记录。

是的。

你当时怎么会有这个想法的呢？大多数人，他们就是管管朋友们的钱，没想过做成公募产品。

这也不是刻意安排的，之前我在摩根建富，募基金时一开始就申请并获得了认证。于是我很自然地这么做了。

看这个奖项，你们成立第一年，即 1994 年就获得了当年第一名。

你很眼尖，我都忘了这回事了。对，这奖项上面写的是，我们的基金发行一年以后，已经是同类型基金中业绩最佳的了。我们不需要宣传，人们看得到业绩。即使这样，在 90 年代中期，人们也没有急于购买我们的产品，他们还在思考，他们仍然有所怀疑。但从 2002 年开始，像爆炸一样，一切都接踵而至。2007 年 11 月，惠理集团在香港联交所挂牌上市，之后公司的知名度进一步提升。这里挂出的都是独立的、有信誉的评级机构颁发的奖项，我们把它们放在过道上，这是我们公司一路走来的经历。

作为资产管理公司，为什么要上市？

公司上市并没有发行新股，只是当时的私募股权基金要一个退出机制，而另外有投资者感兴趣，所以上市只是老股出售，我们并没有卖出股份。

18 年你们一路走来顺风疾驰，逆风也飞扬，但你遇到的第一个障碍或者说第一

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

个挑战是什么？

在 1998 年。

1994 年的时候，我们公司成立一年以后，前国务院总理朱镕基施行了紧缩计划，对我们影响很大，我们赔了钱，但跟其他人相比我们赔得不多，这不能算是挑战，当年我们排在前列。

真正大的一次挑战是在 1998 年亚洲金融危机。我们当时认为中国算是个相对孤立的市场，没有受到非常大的牵连。但是我们从来没有过这样的经历，当时无论你做什么，都不管用。当时香港政府出手救市时，主要是救大盘蓝筹股，而没有管我们主要投资的二、三线股，我们的基金净值下跌了超过 28%，所有的客户都跑了，但我并不担心。因为当时，我的公司仍然非常小，我们只有大约 11 人，所有的人，包括我在内，薪酬都非常低，我们的薪酬体系中固定工资是非常低的。我们的办公室在鲗鱼涌，租金很便宜。因此，即使在亚洲金融危机时，我们也没散。我告诉员工，如果业绩表现好，我们付给你丰厚的奖金，但如果业绩表现不好，市场不好，我们什么都不会付给你。所有的年轻人都说：“好吧。”这就是我们存活下来的方法。

在那些日子，我的工资大约是月薪 3 万港币，这还不够支付我的租金，大家都倚赖业绩表现。在糟糕的年份，像 1998 年，尽管非常困难，我们仍然知道，我们可以持续经营下去。

尽管我们受到了损失，但我们坚守价值投资的方法，继续得到了机构投资者的认同。随后，我们的业绩再创新高。21 世纪初，不少基金公司因为网络股泡沫破灭而元气大伤时，我们却因为坚守价值投资，受到的冲击很小。

公司大发展是在进入 21 世纪之后吗？

在成功推出惠理价值基金后，我们一直继续按我们价值投资标准寻找大中华地区投资机会。2000 年 7 月，公司推出中国B股基金。当时，中国B股市场仅对外国投资者开放，而A股市场仅对中国国内投资者开放。一家公司同时在B股和A股上市时，其股份通常具有相同的派息权及投票权，但因对投资者有不同的政策规定，造成B股市场成交稀疏，乏人问津，买卖价格大幅低于A股。该基金推出后不久，2001 年 2 月，中国证监会突然宣布B股市场停市一周，并允许国内投资者参与B股市场，由此，B股市场引来一浪巨大的升幅，我们因此获得丰厚的利润。2001 年 7 月，随着H股市场在香港的发展，该基金又扩大投资范围至H股，基金也相应更名为智

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

者之选基金——中华B股及H股基金。2005年，中国A股市场向QFII开放后，惠理也于2005年3月将A股纳入投资对象，基金亦相应更改名称为智者之选基金——中华ABH股基金，并于2007年12月更名为中华汇聚基金。该基金极大地把握了从B股到H股再到A股起飞的机会，给投资者带来丰厚的回报，也印证了我们基于价值洼地进行投资的理念。

你公司的名称是惠理（Value Partners），你想成为一个提供价值的合作伙伴。在亚洲的现实下，刚才你也提到过，你找不到很多有价值的公司，或你不能持有它们很长的时间。你认为怎样的业务是有价值的？标准是什么？我看到了你有3R标准？

是的，基本上，我们试图找到正确的生意（Right business）、合适的管理层（Right people）和对的股票价格（Right price），这就是我们的研究分析的“3R准则”。在我们公司的英文名称“Value Partners”的标记下有一句短短英文“Investing through discipline”（律己投资）。

坚持价值投资并不容易，需要大量研究。我们平均每年考察2 500家公司，最后决定投资的也只有少数几十、上百家公司。我们认为，投资者在买股票时，不应该想着这只股票可不可以炒作，这样想的人绝对不是奉行价值投资理念的人。

关于什么是价值，或者我们的价值来自哪里，这个我很少告诉别人。（走到白板上开始写）事实是这样的，我们作过分析，从1993年到大约1999年，包含可怕的亚洲金融危机那一年。我们的基金平均有年化15%的净回报率。但将它拆开分析，这个回报率中，来自股息红利的约为6%，另外10%左右来自每股收益（EPS）的增长，每年16%的回报率中，1%是我们的管理费，15%全给了客户。也就是说市场的市盈率在此期间并没有变化。市盈率倍数从开始到1999年是相同的。你从中意识到什么？那就是作投资，至关重要的是要认清楚，股息红利在价值型基金的回报中是一个非常关键的部分，永远不要忘记这一点。我们谈了很多标准、纪律，但实际上，所有我们想要的，就是高分红。

1999年以后，游戏格局改变了，整个世界开始青睐中国，这带来了股票市场的重新估值。重新估值意味着市盈率上升。市盈率上升意味着你从股票价格上涨中获利。所以这个公式变了。但是，如果未来市场回到原先的市盈率，我认为我们将重新回到这个公式，回报的至少1/3依赖于分红。而那10%的每股收益增长是很容易的，因为我们是专业的公司研究机构，我们可以很容易地找到许多公司，实现每股

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

收益至少10%的增幅，这并不困难。

这就是我们价值投资全部的秘诀，一旦你把问题分解成几个简单的部分，它就没那么难了。我就是这么做的，我不看我要赚多少，我把它分解，分解成一个个小步骤。一旦我这样做，我的工作就变得容易了。它是体系，更是应用。

2002年，我们专门推出了高息股票基金。该基金与惠理价值基金一道，成为惠理价值投资策略的最重要展现。

可教与好学（Teachability & Learnability）

回顾过去20多年的职业生涯，你能否列举一些最重要的体会？

我没上过大学，所有我懂得的东西都是靠自学。我有两个理念，直到今天，仍然让我受益匪浅。这两个理念是“可教”（Teachability）与“好学”（Learnability）。这两个词字典里没有，是我造出来的。打我年轻的时候起，这两个哲学理念就令我获益良多。每当我看一个人的时候，我会问自己，这个人是否“可教”，是否“好学”。我的意思是，这个人愿不愿意接受别人的教诲，是否有主动学习的能力。我发现有很多人过了某个年龄段，就停止了学习，他们已经不知道如何去学习新事物了。如果你告诉他们一些事情，他们根本不想听，事实上他们已经把自己的思想封闭了。教一个成年人是一件非常困难的事情，他们异常顽固，自我意识非常强大，只愿意见其所欲见，闻其所欲闻。就算在惠理集团，我都发现有些人我根本不能教他们任何东西，因为他们根本听不进任何意见，他们的思想是封闭的。另一方面，“好学”是指你是否乐于学习新鲜事物。如果要给自己打分的话，我一直尽力做到至少“B”的水平。“A”是最好的分数，“D”是合格。对我而言，如果我在“可教”上达不到“B”，在“好学”上达不到“B”，我会对自己非常失望。在我面试应聘者的时候，我总会问他们，如何理解“可教”与“好学”，然后我会轻轻地在他们面试单上标一个记号，这个别人是不知道意思的。

我一直推崇“活到老，学到老”，这实际上也是投资的秘诀，这也是为什么我们一直在努力调研公司，学习新鲜事物，敞开我们的心扉，非常客观地寻找事实的真相。为了做到时刻谨记，我把我的个人签名改为“Learn”。从1975年开始，我就不再签我自己的名字了。这些是重要的理念，要做到这点，你必须丢弃自我。我们发现，大多数成功的投资公司都是依靠明星基金经理，但我们不靠这个。我们想要

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

创建这样一个公司，就算是没有专业背景的人，只要具备较高的“可教”和“好学”能力，在这儿也能被培养成为优秀的基金经理。

在投资理念形成过程中，有什么样的里程碑事件吗？

前面讲过，在《亚洲华尔街日报》做财经记者的时候，我看到了《金钱的主人》，这是我投资方面的里程碑事件。所以从这个角度来说，我的投资能力是自学的。价值投资是惠理基金成立至现在一直奉行的投资理念，我们相信这种投资模式及信念在不同的经济周期能带来长期理想的回报。

我们价值理论的基础就是格雷汉姆（Benjamin Graham）和多德（David L. Dodd）的经典著作《证券分析》。在 90 年代，我们推崇以《证券分析》为基础的价值投资分析方式。近年来，我们进一步丰富了我们的理论体系，我们非常重视马丁·弗里德森（Martin Fridson）的《财务报表分析》（*Financial Statement Analysis*），它与《证券分析》类似，虽然简短些，但关于企业价值的深入透彻完全体现了我们的标准，我们在此基础上进行我们的财务分析。这两本书，是惠理员工的基础理念。

在这样的传统投资原则下，价值投资方法的核心策略非常简单，即找到正确的生意、合适的管理层和对的股票价格。我们在选股前先进行深入分析，进行定量及定性分析，了解公司发展潜力，我们强调投资于个别公司，非单一股票，分析员会进行实地查访，与公司管理层面谈沟通。我们团队会根据不同考虑因素，包括公司的市值、流动性、波动率，以及基金本身的现金流、板块集中风险等，来决定持股量。作为价值投资者，一般具备价值的股票我们都会投资。

你的投资理念，在过去不同的市场周期中是如何演进的？

在 20 世纪 90 年代，我们公司是非常注重量化投资的。我们在数字上花了很多精力，因为我们擅长运用数字。但是现在，我们对基本面分析更感兴趣。这意味着判断、估值。我们发现，量化方法也还不错，但是仍然有很多不足，因为你是纯粹地依靠数字。你可以挑选便宜的股票，但有些便宜的股票是我们所谓的价值陷阱。它们便宜是有原因的，要么是管理层不行，要么是公司业务不行，但是只从数字上看不出来这些。数字只能告诉你，市盈率是很低的，但数字没法告诉你真正需要的信息，比如该公司是由不诚实的人经营的，或经营业务像自行车行业一样正在没落。从 1999 年左右起，我告诉我的员工，我们仍需要精通定量分析，但我们更有必要，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

以及有勇气去对管理层和业务价值进行评估。这是非常重要的，我们的经营模式发生了很大的改变。所以，现在我看一家公司，你告诉我它的市盈率是 5，非常低，我会很感兴趣，但我不会再急于购买它了。我会去作研究，谁是主要控股人，管理水平怎么样，是什么样的行业，这个行业是在发展壮大，还是在走下坡路，所以这是基本面的研究。这是过去 18 年来最大的转变。

我们的投资团队有 40 人，每年探访各类公司超过 2 500 次，足迹遍及大中华地区，更远及亚太区其他国家。实地考察、发掘事实真相对我们从下而上的投资方法很重要。

你刚刚画出的投资流程好像比一般公司多出几步，很有特色，为什么？

不同于西方的大公司，我们亚洲长于制造，因此，我在设计公司投资流程上，也借鉴和发挥了类似于我们亚洲在制造业的所长。我设计了一个包括产生投资想法（Origination）、研究、投资决策、交易结构安排（Deal Structure）、交易执行、组合维护和退出的整个体系，有一系列投资的步骤。

当人们称他们是价值投资者的时候，传达的是什么意思？他们真正在做些什么？技巧是什么？就像做一双鞋子，你要到那个工厂里去看看，看看从原材料到最终产品，以及产品包装的工艺是怎样的。对于价值投资来说，首先我们要有个想法，有个主意。而原创性的重要因素是，你必须进行大量的阅读，因为投资的原材料就是信息。不论我在哪儿，我从没停止阅读。我想尽可能多地获取信息。

我们公司的强项是研究，我们每年调研 2 500 家公司，在这些地方，我们作的公司调研数量超过其他任何公司。因为我们必须从地面寻求真相，而不是坐在办公室里。20 世纪 90 年代，我们使用原始教科书《证券分析》，但我们没有做任何原创性的工作，我们只是把美国人的思想进行实践。后来，我们在此基础上形成自己的体系和流程。

再往下就是决策。有不少业内人士，尽管理论研究作得非常好，却无法作决策。他们很喜欢说："从这个方面是这样，但从另一个方面而言，可能这样，可能那样，然而……"等到他们作出决定的时候，已经错过了时机。因此，我们想要培养出作决策很果断的人，无论结果是对还是错，我们的公司文化是绝不责怪。假如你作了一个错误的决策，没有人会怪你。人都会犯错误，一旦你开始指责犯错的人，就没人敢作决策了，他们害怕受到责怪。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

具有逆向思维是非常重要的。也就是说，别人说“卖”的时候，你得“买”，别人说“买”的时候，你得“卖”。通常情况，这样做对的概率更大。我们本质上应该算是个逆向投资者。作为价值投资者，有时要勇于作出跟市场不同的逆向思考，作出人弃我取的决定。

设计交易结构是我们非常重要的一个环节。刚开始，我们就在市场上买股票，后来，我们对交易结构进行了调整。因为一方面我们在香港规模做得很大了，我们是最大的大中华基金，投资冲击成本很大；另一方面我们的品牌在香港非常出名，很多人希望我们成为他们的股东。我们就想，你希望我成为股东？你能给我提供什么？通常我们要求股价折扣、结构优惠，等等。

然后，执行不是由我们的团队来进行了，而是由专门的交易团队来执行。简而言之，我们有了很好的合规流程，有专门的团队执行交易，尽力拿到最好的价格。

维护是指买进股票后，你要跟踪研究，并确保一切正常。这就是通常意义的组合管理工作。我们的投研团队会持续留意所有投资项目，了解公司的基本因素及市场状况有否出现变化。

退出意味着卖掉投资标的，了结出局。卖出股票与买入的决策过程相似，随着个别公司及其所属行业转变，以及宏观经济环境产生变化，会令股票的基本面和我们对股票的确信程度（level of conviction）改变，并引致出售某股票。另外，当一只股票到达公平估值，或公司的基本因素变差，又或市场一般人都投资于同一只股票，都会令我们失去投资优势。我们通常卖得太早，我们有时过于悲观，出售后，股价仍然在上升。

我们团队的每个成员都对其中的某几方面比较擅长，而对其他方面不太擅长，我们培养专才。例如，就我而言，我在原创性、研究、果断执行这几方面比较擅长，我不擅长交易谈判，我太心软了，我会让出太多利益，因此其他人会替我谈判。我也不善于维护、退出。我不擅长的那些东西，我就不做了，其他人会做。因此，通过这种方法，我们的公司成为可持续的，即使我离开了，也可以继续。所以我们对价值投资的贡献，并非原创性的理论，我们通过阅读书籍学到了这些理论，而对它的应用，特别是将它体系化，这才是我们强大的地方。从 20 世纪 90 年代以来，我们一直这么做。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

小到足够灵活，大到十分有力

惠理从一家你自己的小兴趣店，发展成为大型的上市资产管理集团，而你们已经成为最大的专注大中华市场的价值投资专家。从小到大，是成绩，但也会是一个挑战。

惠理基金十分注重团队合作，我们并不是一个建立明星基金经理风气的团队。我们各人有各自的专长及目标范畴，投资信念一致，不作比较，不存在责备；团队中每一成员都十分重要。作为团队的首领之一，我的责任是订立投资方针及整体策略，提醒我的队员潜在风险及挑战，以最适时的策略作好部署。

“小到足够灵活，大到十分有力”（small enough to be effective, big enough to be strong），是公司投资团队的工作原则，我们有“不抱怨”文化，力求建立一个良好的工作团队并为团队营造良好的工作环境。这是投资理念和策略有效贯彻的基本保障。

我们的高级基金经理大多数是内部培养选拔，并肩工作逾十年，而我们仍然致力培训和晋升员工，以上面所说的投资流程中的七大专业技巧推动每位成员成长。我们内部实行的是与表现挂钩的具透明度的花红制度，公司股东是公司的高级管理人员，确保公司长期稳定及利益相符。公司每位员工入司都会签署个人承诺，确保行事准则。公司也提醒员工有个“看不见的老板”在监视自己的工作，这个人就是公司的客户——公司始终以客户利益为先。

惠理投资团队第二梯队已经十分成熟，现在已经发展至第三梯队。公司一共建立了五个小组，一个是我亲自管理，另外四个由高级基金经理带领一个投研团队管理。所有团队都有能力覆盖到所有板块，同时又足够使团队快速作出投资决定。每一个行业都至少有三四名分析师覆盖，所有分析员与基金经理都可共享信息资源。

你已经经历了很多轮市场周期，从东南亚危机到西方国家危机。世界经济 30 年大变迁，尤其在过去的 5 年时间里，很多小概率事件都在发生，你觉得世界已经进入了新纪元，还是仍旧如过去一般？

世界已经发生了变化。我很悲观。我认为中国内地是为数不多的还有些真正好的投资标的的市场。但是从整个世界来说，对全球环境，我感到非常悲观。这一次，在我职业生涯中的第一次，我认为我们不会有一个“V”形复苏，也许会是一个“U”形，或者是一个“L”形，也即意味着没有复苏。我认为这是因为在西方的生活标准

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

太高了，他们一直通过借钱融资来维持这种高标准的生活，现在他们终于不得不停下来了。但由于西方的政治是基于选举，每隔4~5年选举一次，没有政治家敢告诉公众，你消费得太多了、储蓄得太少了。他们没有一个人敢这样说，否则就不能当选。因此，当今世界正陷入深远的危机，它不仅仅是金融危机，而是一个社会和金融危机。这样的危机是很难以摆脱的。

所以，我认为在18年的第一次，我们真的碰了壁。在过去的危机中，我会告诉我的朋友："不要担心，市场会很快好起来，央行会放流动性，我们的业绩会上来，我们会见到'V'形，市场将在6个月内恢复。"过去我总是对的，但是这次，我没有这么说，在2009年年底我就公开表示过我们会有第二次危机。我认为我们真的有麻烦了，目前还没有一个良好的解决方案。这就是为什么近年来惠理集团一直非常小心地调整我们的业务模式，来迎接更为困难的时期。例如，我们已经设立了一个非常成功的部门，专门做ETF。我们现在有两个在香港上市的ETF，其中一个是黄金ETF，它表现得非常好，专门购买黄金，储备在香港的黄金，因为我们不信任美国，我们不想买储存在美国的黄金。

我注意到了，你们强调黄金是存管在香港的，为什么有这种想法?

我们担心，在将来某个时点，西方国家会变得十分绝望，以至于它们将进行资本管制。我觉得你没有意识到情况有多严重。情况非常糟糕，没有别的办法。资本控制意味着，你无法取出你的资产，它们把它封锁了。所以我们只做这种黄金ETF，金条的打包比例是1 ∶ 1，并且储存在香港，在香港政府仓库里。我们把业务多元化，发行ETF。因为我觉得不管世界经济是好是坏，人们都是要理财的。所以我只需要提供他们需要的产品。我们提供ETF，我们有对冲基金，我们甚至有固定收益类产品。所以现在在困难的环境中，我们的业务多元化了。我们是香港医疗保险基金产品的领先投资管理人之一。医疗保险基金是强制性的，每个人都必须交，所以这是一个很好的产品。无论经济衰退与否，人们仍然得往这个产品里放钱。

我认为我们必须尽可能接近中国内地市场，因为中国仍然具有一代人的活力。那里13亿人口中，约1.5亿人仍然生活在贫困之中。贫穷意味着他们的日均收入不到1美元。我是从别的地方读来这些信息。中国的贫困线，官方定义是，如果一个成年人年收入低于2 300元人民币，他就被划定为穷人。在中国，有1.5亿人仍然生活在贫困线下。我们想要帮助这些人富足起来，帮助他们，我们也是在助力

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

经济的增长。因此，我想尽可能地接近中国内地，但是碰到了很多障碍，因为中国保护自己的资产管理业，不喜欢像我这样的人进来，但实际上如果我们进来，对于中国人民来说是好事，因为我们提供了竞争。竞争是好事情。当然，这是另外一件事了。

总而言之，我是悲观的，我们尝试多元化业务，我们尝试做更多的资金流动性很低的产品。我们尝试教育我们的员工保持清醒的头脑。我们还可以做些什么呢？我们也只能这么做了，对吧？

我不得不提到，2008 年市场经历了目前为止最大的跌幅，你们在危机之前创下了增长新高，但当年也受到了较大损失，我知道你当时是怎么生存的，你从中学到了什么？

你知道吗，2008 年那个时候，我仍然没有真正接受世界正在经历一个全球性的金融危机这一事实。我的意思是这是报纸告诉我们的，但因为我曾在报社工作，我从来不相信报纸上说的东西，我有我自己的思考方式。所以实际上，不知道是否愚蠢，我认定危机将在几个月以后结束。就像电影里演的喜剧，我对了。这次危机在 2009 年看起来差不多结束了。所以在我的客户生气前，市场就已经复苏，因此他们也没必要生气了。所以，我被“V”形复苏拯救了。事实上，我很高兴在 2008 年，我是愚蠢的，因为如果我不愚蠢，我可能已经大量降低仓位，然后我将无法从 2009 年的复苏中获利，正因为我的愚蠢，我在 2009 年的复苏中充分获益。

第二个原因是，我们有一些非常忠实的客户，自 1990 年以来一直与我们一起。这些客户很是奇怪。市场不好时，他们会把更多的钱放进来，市场好的时候，他们会把钱赎回。他们喜欢反其道而行之。这些客户有多年的投资经验，他们是来自欧洲、美国的机构投资者。基金业绩不好的时候，他们申购，基金业绩好的时候，他们获利了结，与其他投资者恰好相反。像今年 2011 年市场不太好，我们的资金亏了一点，今年上半年有 9 亿美元的净现金流入，即认购超过赎回达到 9 亿美元，这是非常不容易的。这是一个揭示西方基金如何运作的很好的例子。我有时也会感到惊讶，我的基金业绩非常好，就像 2007 年似的，你为什么赎回我的基金？他们说，这是他们获利了结的时候了。幸存者往往有长期的业绩记录，人们信任你，因为就像饭店一样，他们多年以来一直在吃你烹饪的食物，他们就会继续光顾你，可以预测你的业绩。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

取得客户的信任，成为客户的首选是数十年的业绩积累的吧？

刚开始我也很不理解，为什么我们能成长为一家大公司。后来我发现是我们赢得了公众的信赖。你知道吗，在这家公司，我们每个人都签署了承诺书。香港曾是英国的殖民地，经过150年的殖民主义，很多香港人都不再相信国人了，他们只相信西方人。所以，如果你是一家亚洲公司，他们从内心中就已经认为，你并不像西方公司那么值得信赖。因此，刚开始的几年，我们经历了一段艰难的时期，因为我们是亚洲公司。我们发现，许多香港市民，他们的反应是“哇，亚洲人，他们是不可靠的，他们的职业道德不太好”。因此，我不得不反驳，因为我相信我是一个非常诚实的人，我根本用不着不诚实。然后我意识到，我要教给我的员工一定要把客户的利益放在首位，信守承诺，建立良好的企业文化。然后，慢慢地，香港人意识到，我们真的说到做到。这花了很长的时间。我们的惠理价值基金，在汇丰零售银行平台上，2010年又是最畅销的股票基金。

我们在香港有很好的声誉，大家都知道我们很诚实，我们甚至为了客户而牺牲自己的利益。这是我的“社会主义”理念。我前面说过，我年轻时就喜欢马克思主义、社会主义，现在我这种“社会主义”思想，大部分是从我还很年轻的时候就开始酝酿了，那时候我是毛泽东思想的忠实拥趸。我真的相信这个理论。因为我当时在马来西亚，离中国那么远，我们不知道中国发生了一些不好的事情。因为我们是隔岸观火，所以它看起来很美。我充满了理想主义，当时看到种族冲突、政治流血、社会不平等这么多不好的事情发生在自己的国家，我就认为，“哇，也许社会主义制度能够解决我们的问题”。我不知道，在中国这个社会主义国家也会发生“文革”这么不好的事情。

马克思主义在中国成了毛泽东思想，毛泽东思想在你这里成为惠理文化。如同投资理念一样，格雷厄姆和巴菲特的理念在你这里就成了惠理的价值投资理念。理念的关键在于运用。你办公室有一幅毛泽东的画像是吗？

是。我当时年轻，其实并不想知道现实，我们只是想知道好的方面。现在我发现我在那些日子里学到的很多东西，都可以在这家公司里用到。为人民服务、诚实、社会主义等，真的有所帮助。毛泽东是个伟大的人物。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

“香港巴菲特”

你获得了巨大的成就，有人称你为“香港王牌基金经理”，有人称你为香港乃至亚洲“价值投资先驱”、“香港巴菲特”。我认为你不是巴菲特，你是独特的。你认为你和巴菲特这样的杰出投资者之间的区别是什么？

我比他们幸运。因为像巴菲特和其他大师，不能说所有，但其中大部分人都在比我们的市场更为有效的市场中工作。因此，他们的生活远比我更艰难。我拥有更多体系化、应用方面的知识。我所在的市场是年轻的、无效的市场，伴随着经济的高速增长。因此，我们处在一个“宽恕的市场”中。宽恕的市场意味着你可以犯很多错误，而你仍然能够生存下来。我知道，对于像巴菲特这样的西方投资大师，他们的市场远没有我们的市场这么宽容。如果他们犯错误，比我们难存活得多。有时候，我会和一些西方年轻的基金经理见面，他们都没有名气，所以你从来没有听说过他们的名字。他们只是过来看看我，我知道他们非常聪明，很有创意，非常专业。但由于他们的市场太过有效，他们根本没有机会大放异彩。如果他们来到这里，也许可以成为明星基金经理。因此，我们的市场是非常宽容的，它允许像我这样的人，即便有着 1/3 的错误率，仍然被认为是一个明星投资者。实际上我对此都深表困惑。我的正确率只有 66%，却已经足够好了。

正如一个硬币有正反两面，一方面我们比巴菲特幸运，但是另一方面，我们就没有这么幸运了。我认为我们最大的困难在于，我们亚洲的股市，包括日本、韩国，没有持久的大品牌，企业生命周期和赢利周期短，所以你必须要以非常快的速度进行评估、买卖公司。许多公司是商品型的公司，没有像苹果、微软这样的提供技术和知识产权的品牌公司，它们只是制造简单的产品，附加值低，所以它们价格低的时候，你买入，当它们不便宜了，你就卖掉，就是这样。巴菲特可以买到可口可乐这样的公司，并持有了 30 年，因为它们有专营权，它们有品牌，它们进入壁垒比较高。巴菲特把这称为“持久优势”，这意味着，这家公司的业务，具有超过其竞争对手的优势，而且这种优势是持久的，它们可以持续很长的时间。可口可乐、麦当劳和星巴克，它们都持续了很长的时间，而且它们拥有“定价权”。这意味着，如果有通货膨胀，它们把价格上涨传递给它们的客户，由客户来买单。但是在亚洲，我们没有这样的公司。因此，我们一定要快，非常快、非常灵活，而且非常果断地作决策。因为，我们市场中的企业，大部分都没有持久优势，大多只能暂时存在，其中

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

一些只经营了几年，就不见了。除非它们是政府垄断型企业，政府垄断也有另一个问题，那就是政治家试图控制任何价格调整，所以它们的定价权非常轻微，或者说可以被政府破坏。

所以对巴菲特而言，他可以找到很好的专营公司，对我们来说，除了少数一些日本公司以外，别想了。这是硬币的另一面。所以在某种程度上而言，我们必须得比巴菲特更加勤奋地工作，因为我们得研究很多公司，却只能找出少数几个好公司。在20世纪90年代，我投资的公司大部分是制造型企业，销售玩具和鞋子，出口到世界市场。近年来，我买的大部分公司都是中国当地的消费型企业。现在我的基金中很少有出口型企业。

你很谦虚。你说你的投资不是一个秘密，当然，这本书出版的时候，它就不再是一个秘密。巴菲特的理论也不是秘密。但区别就在于投资者如何实践，如何执行。

我认为我是幸运的，可以说投资事业选中了我。我开展事业的时候也是市场失效情况很普遍的时代，对价值投资者来说是良好的投资时机。当我在摩根建富的时候，已开始专门挑小型的、未被其他投资者发掘的公司去投资。因为只投资其他投资者都在追捧的股票，你的表现只会跟随大市。亲自进行公司调研、找到被市场低估的企业作价值投资，是我作为投资者的基本守则，我本人并不觉得自己的投资理论与众不同。

2010年10月，我专程应邀到纽约参加了由哥伦比亚大学商学院与赫尔布伦投资中心（Heilbrunn Center for Graham & Dodd Investing）联合举办的一场早餐会。这是被价值投资者奉为最值得推崇的盛会，已经举办了20届，会议的一个议题，就是价值投资如何运用于中国及亚洲地区。应邀出席这个会议，也算是对我这些年对价值投资在亚洲市场的运用的一个肯定。

你作为投资专家，给普通投资人有什么建议？

不应将所有金钱及资产投放在投资市场，特别是市况不明朗时期。把你的投资交给一些有信誉、具投资业绩的专业人士，而他们的投资理念和方针与你是一致的。在中长线市况仍未明朗时，应将投资组合尽量多元化，以应付多种可能出现的情况。我们会继续持有黄金投资，同时看好中国相关股票（经济发展应可持续，因为出口占国内生产总值的比例很小），能源业（新兴国家对能源需求将不断增加）、农业相

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

关股票，以及大型连锁品牌（可将上涨成本转嫁客户）。另外，与通货膨胀挂钩债券、公用事业及房地产等，虽并非特别看好，也可作分散投资之用。

我的老师是历史

你成功的性格因素是什么？

毕生的学习，努力发掘事情的真相。一个人是否愿意受教，以及学习的慧根十分重要。我愿意尝试，愿意聆听，有坚定的信念，严守纪律，比别人更深入研究每一项大小投资机会。

我觉得自己性格中最适合作投资的是孜孜不倦并严守纪律，时刻寻求学习机会，了解市场变化。最不适合的是，我也会重蹈覆辙，同样的错误也会重犯。但由于我了解自己的缺点，所以只会做我的专长，其他交给做得好的人来做。

你虽然不讲中文，但对中国的理解却远胜过很多海外人士。

我的确是少数不讲中文，却能管理最大的大中华基金的投资总监。这就来自“可教”和“好学”。我专注中国及亚洲市场，在这一行已经专注进行了 18 年。我和我的团队每年都有超过一半的时间在内地考察投资项目。我们从不依赖券商的报告，而是看重内部的报告。我去过中国很多地方，你的家乡湖北武汉我也去过。

你喜欢什么样的运动和娱乐？

我喜欢高尔夫、阅读和冥想。我的生活很有规律，每周有三天下班后到健身房做运动。人喜欢想太多自己，作投资其实不能如此，而要想别人想什么。为宁静自己的心绪，我有时玩 21 点、玩扑克、下棋，我通过这个来磨炼自己的意志。我只赌自己有把握的事情，不轻易出手，一旦看准，就绝不后悔。冥想则让我对自己和别人什么都不想。我每周冥想三晚，每次半小时，从精神上、身体上彻底放松。

谁对你影响最大？

没有任何人对我的影响最大，历史对我影响最大。我年轻时的爱好就是阅读，对历史和政治感兴趣。我最喜欢的科目是历史，我希望自己是个历史专家，尤其是军事史。我读了大量的军事历史，从远古时代到现在，这对我的生活产生了非常大

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

的影响。在分析问题、解决问题等方面对我影响颇深。为什么我把一个人的心理范式称为“可教”和“好学”，因为如果你是普通人，而你在“可教”和“好学”上做得并不好，那么你失去的就不仅仅是金钱了，而是失去了一种生活的态度，这个性质严重得多。

我给你讲一个历史教会我的例子。众所周知，在 1941 年 12 月，日本海军轰炸珍珠港，击沉美国舰队。很多人不知道的是，他们击沉了错误的舰队，因为在珍珠港的舰队是战舰，日本人本来是希望击沉航空母舰。此时，美国的航空母舰正在海港外巡逻。日本人应该做的是，追击航空母舰，把它们也击沉，但他们没有。

日本天皇当时非常高兴，他很惊喜他能击沉所有的美国战舰，这些日本人像英雄一样凯旋归来。他们在仍然有足够的炸弹和燃料来把航空母舰击沉的时候，未能乘胜追击，却直接回到日本请功。如果他们这样做了，那么日本可能真的有一个很好的机会，不是说最终赢得战争——日本终将战败，因为美国太强大了，但他们可以把战事延长数年，从而或许改写历史。但因为他们没有那样做，1942 年美国航空母舰就打回来了，于是有了中途岛之战，美国几乎立即报复打了胜仗。这件事告诉我们，如果你有优势，你必须乘胜追击，置对手于死地。我们称之为“杀手本能”。大多数年轻人都没有杀手本能。因此，这是我年轻的时候从历史中学到的，我永远不会忘记。在惠理，一旦机会来了，我永远不会跑掉，我会轰炸，我会长驱直入。所以，我的老师是历史，我觉得没有什么新鲜事在发生，所有发生了的或者将要发生的，已经在过去发生过了。

我自己的失误也非常多，因为我忽略了从历史教训中获取经验。我知道应该怎么做，但是我的性格阻止了我。世上有两种类型的人，一种是容易上瘾的，另一种是不容易上瘾的。容易上瘾的人们很容易沉溺于某些事情，比如你今天中午给他一根烟，明天他就没法停止吸烟。不容易上瘾的人更有纪律，他们可以抗拒诱惑。我是很容易上瘾的类型。我的妻子总是说，过去的 20 年，我只去过 3 家香港餐厅，点同样的菜。这是我犯大多数错误的原因，我无法摆脱我的瘾。我从历史中知道了这一点，但我无法停止。

所以要成为一个真正好的基金经理，你必须知道你的问题所在，不论你能不能解决，至少你要知道。这是一个巨大的挑战。你必须近乎完全地了解你的实力和弱点，你平时是一旦有机会就能去“杀敌”，而此时你必须有能力“杀”掉自己（的弱点）。你知道自己将被“杀”，你得和自己作斗争。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

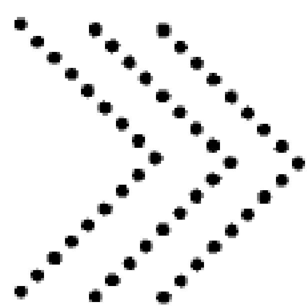
全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

李山泉 黄金术

奥本海默基金［纽约］

李山泉，河北人。粉碎"四人帮"后恢复高考第二年即1978年考入中国人民大学，学习国民经济计划专业，1982年进入国务院经济研究中心。1986年，参加美国政府人才交流计划，到美国进行为期一年的访问。1987年9月，进入布兰迪斯大学，获国际金融和经济学硕士。1991年，进入布朗兄弟公司任研究员，1995年进入著名的奥本海默基金，任副总裁、基金经理，负责该公司环球股票投资的管理工作。早期李山泉曾一度管理多只基金，除现在的黄金基金外，他负责的国际小企业基金和欧洲股票基金，其间被美国著名的评级公司理柏评为第一名。1999年起李山泉专注于黄金基金（全称为黄金及特殊金属基金）。过去5年，该基金规模从10余亿美元增长到50亿美元，其净值增长超过5倍，而同期黄金基金基准仅上涨不到80%，标普指数上涨不到20%。由此，李山泉新近获得理柏贵金属类别5年第一名的殊荣。李山泉是华尔街很有威望的华人之一，曾创办并当选为中国旅美金融协会首任主席，也是国内最为知名的华尔街华人代表。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



2011年是李山泉华尔街从业的第20年。在这一年，他的基金新获殊荣：作为规模高达50亿美元的基金，过去5年以远超基准及同行的水平，获得同类基金第一名。我是在去拜访他之前就从彭博上查得他近5年、10年的业绩，感到非常震惊。想起2006年见他时，他“不会被基准牵着鼻子走”的评论言犹在耳。李山泉是华尔街华人中对内地来客最为热情的一位，内地很多官员也与他来往甚密。但我敢说，他们绝少有认真研究过他的。李山泉在国人的心目中，其高超的专业技能完全被热情的社会能力掩盖了。本次访谈录就作为李山泉在华尔街从业20周年的庆贺吧。

李山泉早期就读人民大学国民经济计划专业，后来又被选入国务院研究中心。在中央核心层作研究，使得他对政治经济非常敏感。他研究生就学期间就在总部位于波士顿的阿凯迪恩（Acadian）资产管理公司开始了投资研究，毕业后在纽约老牌投资银行布朗兄弟公司（Brown Brothers）任策略分析师。这时他已经37岁，他结合宏观与市场、融贯东西理论，创建了自己的“动态投资分析法”，发展成为他未来成功华尔街数十年的核心策略。1995年到奥本海默基金后，李山泉很快晋升为数只基金的基金经理，其间，他依据自己的动态投资分析法，成功预测1997年亚洲金融危机，从而获得多项佳绩，并于次年赢得董事长奖。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

说到董事长奖，还有个故事。1998年，由于能者多劳，李山泉管理了数个基金；由于实在难以分身，基金业绩一下子掉下去了，但当年他仍获颁发董事长奖。这经历使得李山泉明白过来，他推掉了做多面基金经理的荣誉光环，专注管理他自1995年即参与管理的黄金基金，至今已超过15年。

说李山泉是黄金基金的全球第一人，实至名归。他的办公室墙上挂的都是全球黄金资源分布图、全球铜资源分布图等。李山泉过去15年坚持实地调研，北至北冰洋，南至智利南端近南极洲。2011年我与他通电话，他一次在加拿大，一次在土耳其。他指着全球资源分布图对我说自己没有更多精力，我说，如果还有精力，你都可把地球黄金矿翻个遍了。

李山泉除了宏观的动态分析法外，最重要的一是熟悉企业经营，二是熟悉国际金融。他在人大读书时看了很多关于企业管理的书籍，工作后又随领导去全国各地调研了很多企业，所以对企业经营很熟悉。这些东西他认为是相通的。此外，他专修的国际金融对拓展国际视野帮助很大。采矿业是全球性行业，商品价格在全球范围内没有什么差别，但企业所在的国家所处的位置、生产所需的成本不同等致使各企业的基本面千差万别。李山泉对全球采矿业有深刻的了解，对全球商品市场及金融市场有系统的理解，总能发现其中某些时候的非有效状态，从而持续获取超额的收益。

对全球不同地方的矿业公司投资，除了解国际金融知识和资源知识，李山泉与人打交道能力也是其所长。李山泉善于跟公司的老板或首席执行官进行有效的沟通。他说，你要判断老总对你有没有说真话，如果你认为他没对你说真话，你对持有该公司股票的信心还足吗？要判断一个首席执行官，就要读懂他，仅仅依靠了解公司的财务数据是不够的，需要丰富的人际交流经验。在国内工作的时候，李山泉见过不知多少政府大小官员和企业领导，积累了丰富的沟通经验。他认为，在与人交谈的过程中，首先要揣摩对方讲话时的信心：是不是在闪烁其词，或者让人听了不舒服。如果对方谈话有较多的毛病，对他的信心当然要大打折扣。

作为一个行业基金，李山泉却说他不太讲究和业绩基准比较。他说，如果完全参照业绩基准，基金经理就会变得很保守，不敢承担风险，这样并不好。他很早就认识到不管做什么，如果只是跟着大势走，结果好不到哪里去。基金经理必须有清晰的战略观点，选择好的企业，这才是基金立于不败之地的根本。

过去5年，黄金每盎司从600多美元，到2011年中超1 800美元，上涨200%，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

李山泉的基金上涨了500%多。相较基准的80%左右，更是高了数倍。李山泉不追求超越基准，但根据彭博资讯公司统计，其基金过去10年，除2004年跑输、2009年微弱跑赢外，其余每年都是大幅度超越20个百分点以上。这样的行业基金的投资理念，是否值得国内基金业借鉴？

天才在自己的国家里，就像黄金埋没在矿山里。李山泉对国际金融、国际资源、国内政治经济理解很深，深到我都想在此呼吁有关国家领导人应充分重视这样的复合型人才，但李山泉却平淡处之。在他的办公室、在小餐馆、在纽约街边，从访谈及访谈之外的对话，我能深深感受到一位海外赤子对中国的忧患意识和殷切期望。我整理时，特意将访谈编辑从中国资源管理的话题开始。

从新泽西坐PATH地铁，可直通纽约世贸中心旧址。10年前的2001年9月11日，李山泉因有事情耽搁，晚了一小时去在世贸中心的公司上班，结果出地铁，正好看到了世贸中心被撞。历史没有如果，人生总是幸运。此行我也住在新泽西，顺着当年他的路线，我穿过现已修了一半的新世贸中心——名叫自由塔——来到了旁边李山泉新的办公室。



>>>李山泉走遍全球主要黄金矿，照片背景是其办公室的全球黄金矿区分布图

>·——·<

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

中国的资源定价权

首先恭喜理柏获得5年第一的荣誉。过去15年你也获得过很多荣誉。我算了一下，2011年是你在华尔街的第20年了，应该说你不仅是在华尔街华人中、在整个华尔街都算是很资深的基金经理了。

就是在华人中间，主要是管理黄金基金这一块的，我是算比较资深的。The Top 1，Best Fund（最佳基金），这些东西（证书、奖杯、报道）到处都是，我都懒得筛选。

中国现在吸引了大量所谓的人才回国，我发现回去做数量的比较多。

Quant（数量投资）行不行呢？方法是行，但是要想长期行，挺难的。我既有数量，又有Fundamental（基本面），但是我慢慢倾向于Fundamental。Fundamental才能保持长期的业绩。Quant只要随着市场环境一变，它就不一定Work（有效）。

中国一直是一个资源比较缺乏的国家。我们是世界主要的资源使用国之一，却没有定价权，甚至没有讨价还价权，你研究国际资源这么多年，你认为为什么会出现这种情况？

我觉得谁都清楚供给方、资源生产者往往对于价格有发言权，因为别人是供方，中国主要是需求方，你是需求方你有什么定价权？人家知道你肯定需要，肯定得生产，钢铁厂、铁矿砂，只要不供给你，你就完蛋。全世界范围内，尤其是铁矿砂、铜，我们管它们叫“上帝的馈赠”，这个国家地方才有，你那儿没有，很多矿都这样，所以这就造成了不同于一般产品的暴利，普通价格理论想指导这个东西很困难。首先这个东西是稀缺的，不是说投个资就能够带来生产力的增长或者总供给量的增长，不是！这个东西在哪个国家就是在哪个国家，涉及开采问题、运输问题、后备储量问题，这些问题直接关系到价格。有些国家突然就说少生产，不想生产那么多，担心把资源都破坏了，那世界总的供给量一下子就往下掉，这是没有办法的。就是说资源本身就有很大的特殊性，你这个国家没有就是没有，你就没有定价权。就跟俄罗斯似的，供给欧洲天然气，拿它可以作为利器。如果觉得不行，你到其他地方去要你也要不到。而且供给的话，它对设备的要求都很特殊，管道建好了之后多少年不能变。比如大泊位的船舶，比如专门运散矿砂的，你建好了就是运散矿砂的，不能去运其他东西，很困难，而且从这个港口到那个港口都要求深水码头，这就有很

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

多技术上的问题。

所以在资源上来说，我们小的时候读书，说是中国地大物博，实际上就人口来说，中国是一个很缺乏资源的国家，而且还存在资源的品位问题——就是说富矿不是特别多。比如铁矿，中国有没有？有，但是铁矿质量比人家差远了，人家的又好开采，品位又高，炼铁、炼钢都容易；天然气或者是石油也是这样，你说中国有没有？有，但是这种世界级的大油田就是没有，你很难搞到一个；铜也是一样，中国的铜产量也不少，但是星星点点，超大型的这种矿相对来讲就少得多。所以说像这些问题，这都是一个国家的特殊性所造成的。就我个人感觉，如果不改变生产结构的话，中国这种缺资源的状况在未来 5~10 年不可能改变，因为总体的世界能源或是大宗商品的格局基本上没有变，而且很难改变。这是从生下来一开始就决定了。日本长期没有资源，只能根据这个国家的情况采取一系列的办法，着眼于未来制定一个个行业战略，着眼于 30 年、50 年长期的规划，因为它知道必须考虑这个国情——我没有资源。

那么你觉得我们中国有怎样的规划？

我认为中国没有这种规划。现在应当说认识到了，很着急，比如让几个国有企业走出去，实际上就是想买资源，但是我们动手比别人晚了几十年。国外好的资源大部分都为这些大的跨国公司所垄断，每新发现一个，都会有很多大的跨国公司去抢，中国无非就是一个新的竞争者加入了这个抢的行列。中国为何不占优势？第一，人家布局已经很成熟了；第二，你缺乏这种人才。因为就资源本身来说，各个方面的人才都需要，我讲的人才并不是说在技术上。在国内一个人从事这行业很多年，但是你不一定会有国际观，在海外买一个东西和你在国内买一个东西不一样，条法不一样，各种规章制度不一样。你在中国能采成矿，能玩得转这个东西，到了海外不一定能玩得转。需要的这种人才是国际人才，要站在一个跨国公司的角度，站在一个全球的角度来看待资源问题。

大的跨国公司，都是很厉害的团队来研究这些问题。中国也不能说不重视，就是很多年以前没有意识到这个问题，等到开始发展经济，突然间发现油这些资源是个瓶颈，这才认识到。认识到了以后，现在有一个学习过程。中国各个层面的，不应只是从中央政府领导支持这个事，主要的还是要各级企业，因为做事情要企业去做。中国要培育这方面的企业，就要培育这方面的人才队伍，就是有一批有国际观

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

的、在国际上寻找资源的人，而且能够有效地寻找资源，买回去的东西不是废品，也不让人坑。

在前期中国海外资源扩张过程当中，有大量的资源买卖，外国人认为中国有钱，中国真正去买的话往往把钱都浪费掉了，因为他不懂，他买的那个东西根本就是人家不想要的，要脱手的，就上当了。资源的领域上当更容易，你看不到，地质情况如何、你能不能开采、能不能成矿，等等。

你刚才讲了从获取资源来说要有一个很清晰的战略和主体去做。你投资了国外很多大型的资源型的企业，从国际上来说，进行这种跨国发展或者是战略收购的主体，有成功的国企的案例吗？

成功的国企案例不是特别多，目前都是小打小闹的居多。一般情况下国外国企本来就少，通常国企很难跟私营企业去竞争，因为灵活度差。比如在资本市场上要融资，因为主管部门多，要请示、要报告，就是到外国也是一样，没那么灵活。

具体到中国，第一，走出来比较晚；第二，中国的这些大型资源类公司想做大的话，根本是没有国际经验的，越做大就越容易被人家以各种理由给拒绝。因为人家都知道你是国有企业、政府的，尽管中国自己讲中国特色，可是国际市场不考虑这个，只要你有政府背景，这些股东们可能要捣你的乱，找你的麻烦。被兼并的公司可能也会想办法要天价，它也找你麻烦。因为西方是一个市场导向的地方，要想在国际上做成的话，我认为还是要改革，要考虑一些适应国际市场的方法。不能拿了国内那套玩意儿，说“我们这些大的国有企业在国内都是顶尖级的，玩得转，我到海外就能行”。不一定的，为什么呢？人家就不认你这个，只要一个条法就可能把你弄得够呛。获取资源这块，比如说这个物资是战略物资，怎么能让中国来弄，一说是中国政府，贴上政府的标签，他就很容易把你拒掉。实际上真正要做的话，有时候还是要以私人企业的面目出现，这样反而容易做成。

要对资源的质量和资源的评估有战略眼光，这种人也很缺的。走向国际有一个过程，也就是说要想了解一个国家的情况，如果你在那儿没有做过，总是有一个学习的过程。我认为，中国人学习的速度算快的，但是呢，恐怕还得要较长一段时间。海外的一些比较大的跨国公司想进入一个国家都很谨慎，都花三五年的时间做前期工作，我想我们必定也逃不掉。每个国家都有自己的特殊情况，比如你看中的这个公司的资源在哥伦比亚，那你要了解哥伦比亚这个国家的情况就要花很长时间，它

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

的政治、经济、法律，它的整个地质构造，作为外国公司到那儿去开采、运营成不成；如果不行，我用什么样的方法，比如我是不是跟别人合作。

我曾经到黄金集团公司给他们作过一个讲话，我认为就是要改变很多基本的概念。中国的控股概念很过时了。都想当大股东，你不懂的时候为什么要去做那个大股东，你被动的本身就是一种主动。小股东也是在学，在不懂的时候做小股东好啊。为什么？这个企业交给一个懂行的大的公司去运营，你在这个过程当中可以介入，看人家怎么搞，人家搞得成功的话你能学很多东西，你慢慢再去当这种控股的大股东，你再说了算。不要你上来之后就说“我必须当大股东”、“我必须说了算”，你还要考虑到小股东的利益，小股东一看，“哦，是中国杀出来的，这帮人根本就不懂，这公司交给他一管就完蛋”。小股东就跑了，而且千方百计地想办法要堵你，不让你兼并成功，为什么？因为他知道，你当大股东搞不好，不如人家会运营。我自己经常遇到这种情况。比如一个公司的兼并，对新的兼并者，我要对你评估吧，我现在如果拥有这家你准备兼并的企业的话，那我就要考虑我是不是要投票给你，同意你兼并。有时一看，你不行，你管得可能还不如人家，我凭什么非把现在的管理者换掉，同意你来管？说不定你赚钱还不如人家。中国现在很多企业就面临这种问题，所以它是一个长期过程，就是说你的企业形象在世界上股东的心目当中，是不是已经能够让人觉得放心让你来当这个主要的控股者。这些都是中国企业走向海外要注意的事情。这方面的事情要讲起来，两天两夜都讲不完。

大宗商品我们缺，是需求方，但一些中国富有、别人是需求方的资源，如稀土也没管好？

近年来大家谈稀土比较多。全球不是中国最多的吗？结果被日本人存了很多，日本人现在说：“你不生产我还不进你的呢，我20年不进都可以。”

据我所知，稀土储量，全世界除了中国以外很多国家都有，很多的，并不是像中国讲的就中国独大，这个是错误的。那么为什么形成了目前这个状况，其实是生产能力、出口都在中国。这是中国管理制度所造成的。过去的出口换汇危害很大，大家为了那点外汇不惜一切代价，不管什么东西都遍地开花。因为稀土都在各级政府所在的地方，由不同企业所掌握，出口的企业之间不协调，盲目竞争，劳动力成本又低，实际上价格竞争是中国企业自己跟自己的。你出得这么低，我比你的还低，都为了要赚那点外汇。你在外面稀土要的价钱太低，于是乎，没有任何一个国际上

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

的企业能跟你去竞争，中国卖得多就成了老大。

不仅稀土，一些稀有金属如钨，湖南出口这种钨，江西可能也生产这种钨，那么中国的钨价在世界上自己就闹起来了，把外国的钨生产公司一下子就给挤掉了。他说："你这么低的价格，我赚不到钱，就不干了。"一不干的话，中国就好像成了全世界钨的主要供给者一样。可问题是中国的钨资源也是有限的，但现在根本没有考虑这个问题，等到国家认识到这个问题想要打住时，其实你已经出口很多了，这种生产格局已经形成了。好了，这钨的价格一高，外国的企业杀出来了，为什么呢？他又有利可图了。像前两个月，我就到加拿大看一个曾经报废的钨矿石企业，现在又开始生产。为什么？你的价格一提上来之后，有利可图了，他就开始生产了。

所以说有时候，中国人，尤其是媒体不要把一些错误的信息以讹传讹，动不动说"中国是主要的××生产者"。是，你的产量是主要的，但并不是说从资源的后备储量来说是主要的。这个一定要认清楚。稀土，比如澳大利亚有，美国有，加拿大有，很多地方都有，不是只有你那儿有，只是过去人家没有生产。因为有你中国在生产，很便宜，人家买你的就完了。像稀土这种状况，据我所知是这样的，等中国认识到这个问题了，觉得自己好像也用不了多少年了，这才开始讲"你们别这么弄了，咱们想办法控制出口"，这才刚刚考虑到这个问题。等于我们这种战略眼光或者叫远见往往不够，是这么造成的。当然，这也是学习的过程，话又说回来，预见到未来真的很困难。

中国走向国际，体制和思维都要变

那中国如何管理好资源、发展好资源？

一般情况下，一个资源类公司不一定非得要国家占大头去控股才行，国家成了一个大股东，比如拥有15%或者20%的话语权就可以了，为什么？因为政策还在你手上。

所谓的大股东永远是个相对概念，谈到中国的改革开放、企业治理结构，等等，实际上你不一定非要拥有51%的股份才有最后的话语权。有的时候你就只有5%的股份，但是你是个大股东，你有很大的话语权，重大的决策没你的这5%就不行。有的时候，我们理解所有制结构过于僵化，一般51%以上都是极端的了，就是在竞争白热化的条件下，市场极其有效的条件下。但是作为政府来说没必要，为什么？政

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

府手上还掌握着一个政策权。如果不行，我可以通过政策的手段照样能够影响你的企业。其实外国很多政府就懂这个。一般情况下，我不需要你那么多，我要拥有那么多也把主要投资人给吓跑了，因为小股东在里面就不起作用了，人家看了害怕，你一句话就完全改变这个企业的运营。政府往往表面上是被动的，比如现在外国公司在蒙古那儿投资的也很多，政府不一定见得要拥有那么多，拥有10%或者15%就够了，他照样有话语权，也很厉害，也参与管理，因为毕竟是个大股东。而且谁也不敢怠慢，谁都清楚你代表政府。所以说这个道理是非常简单的。外国的企业在美国也好，在世界各地也好，搞资源的以国家面貌出现的几乎没有。

类似中铝、中海油就曾经因为这个原因铩羽海外。

但是为什么中国政府总喜欢占比很多呢？现在是由“国退民进”变成“国进民退”。为什么会这样子呢？主要问题是我们在理论上陷入了一个悖论，实际上改革开放，还得要有一次解放思想。比如所有制的问题，我认为我们所有制的问题可以写出长篇大论，我有时间就想写所有制的问题。我们过去制定经济政策，当时讲的一个内容就是“所有制决定一切”。因为所有制直接决定了经济的性质，如果是国家成为大股东，好像就是国有制的形式没有变，如果是私人成为大股东，国家成为小股东，这个性质就变了，这个思考问题的方法极为僵化。

实际上在海外来说，以美国为例，美国基本上表面都是私有制的，但经济是不是就是那么无序呢？不！经济上照样是有序的，为什么呢？政府如果不通过所有制拥有你，那么通过立法、通过法规照样可以限制你的企业。你说它表面上看完全是私有制的，你对这种经济体制怎么看、怎么说？马克思当时写《资本论》的时候，没有预见到后来资本主义经济的发展，已经使原来那套理论完全过时了。不是所有制决定一切，而是建立一个法治社会，法规起最终的决定作用。举个最简单的例子——住房，美国的住房私有化，你拥有这个房子，地都是你的。你买了这个房子，你家里的前院、后院都是你的，你是不是可以为所欲为，想做什么就能做什么？不允许。先还不要说你在那儿做违法的事，比如在那里生产大麻，那肯定不允许，就是你想在后面加盖一个小东西，表面上这是我的地，我想怎么着就怎么着，那不行，必须经过批准，这就是法律，你必须经过批准。因为有可能你做的这件事会影响到周围的邻居，会影响整个城市的未来规划，这就是法治。

企业更是如此。你这个企业注册说是私有制企业，我是生产这个的，我能不能

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

再扩大生产另外一种产品？对不起，必须得重新申请，看看是否允许，等等。就是说纳入法治轨道之后，并不是所有制决定一切，而是法律、法规决定一切。

所以说回到中国的改革上，我们陷入了一个非常矛盾的状态，人们认为要体现中国特色，就是落脚点在社会主义，一定要有大的国有企业，国家去拥有一些东西，这就错了。实际上只要是立法权掌握在国家手上，只要通过立法能够影响企业，让它的行为是听国家的，这就好多了，不一定要以国营面目出现，国家必须拥有多少股份得是个大股东。我们现在完全陷入了这么一种僵化的理解，关于整个中国的改革，我有次跟一位德高望重的内参经济学家见面，他跟我说："哎呀，你现在还想谈改革呀，改革这一页翻过去了，不要再讲这个了。"

改革不会停止的，需要你们海外专家积极建言呢。

当年吴敬琏的担心是对的，当以公有制的面目出现和私人的个人利益集团相结合的时候，中国会不会走向"权贵资本主义"。吴敬琏这个话题现在已经是现实了。你想啊，你如果去大的国有企业工作，你已经有利益了，你会站在你的利益角度，表面上是替国有企业在说话，实际上也是或多或少替你自己说话，改革的难度会越来越大。

我们举个最简单的例子，像海外资本主义市场有一个最基本的原则，就是是不是赢利；赢利不好的话，这个股东就会说"不行，把你这个大的给拆分算了"。中国现在是看来越聚越大，没有看到一个所谓国有企业的分拆。

我们国家在资源战略上缺少一个战略规划，但是否更重要的是缺少战略执行呢？大家都很明白，但是为什么最后大家都不做呢？你说国家领导人是否着急？

他意识到了没用，中国的事做起来很缓慢，首先人也抓不着，一做的话，往往容易被不同的利益集团绑架，打着向政府请缨的旗号，拿了一个尚方宝剑开始圈资源，谁圈的资源越多，话语权越多，说来说去大家都争取有一个垄断地位，都想在这个领域里"我说了算"，或者说"独我一家，别人不要插手"。这个问题很难解决，因为每个人都是以国家的面目出现，企业也是以国有企业的面目出现。这个话题太沉重了，为什么？因为你拿这个压人家，人家就没有办法再谈改革等问题了。

回到中国"走出去"问题，我们思考国际问题的方法也很僵化，经常的问题就是拿国内这套东西简单地套用到国际市场。你看这几个所谓走出来的企业吃亏的有

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

多少，都是同一个问题。

都是体制原因。

一是体制，这种体制就培养了这种人；二是思维，这就包括民营企业。很多民营企业家有钱了，就认为，“我在中国都玩得转，用这套方法成功了，为什么在美国就不行？”他就忘了这个根本的大环境变了，你在那一亩三分地行，到这儿就是不行。如果数的话，我不知道能数出多少个。我记得牟其中当时就讲：“我的兵没有办不成的事。”在国际大环境里面和中国根本不是一回事。你如果没有以一个虚心的态度去学，脑子里头有一个想法就想拿到国际来用，那你就错了，国际市场不是这个样子的。

我记得浙江有一家公司的老板，当时中央电视台有一个栏目采访他，他还信心满满。当时生产电器的飞利浦在这边有一个研究团队专门研究无线电话里面的芯片。浙江的一个民营企业家花了大概 2 000 万美元把人家买了下来。当时一买，我就说这个民营企业家的钱浪费了。为什么飞利浦要卖掉这个业务？只要研究一下这个团队，就看得出来他们在这个领域里头已经远远没有办法跟人家竞争了。飞利浦在电话业务上与欧洲的诺基亚、韩国的三星相比，一看就是没地位的，落后了，他等于想把包袱甩掉。一个民营企业家过去是不搞这个的，来了美国之后就把这个买了，买了之后再看看这里都是一些什么人才？一大帮博士，都是搞研究的，那个芯片成果何时能够出来？烧钱的事，你就往里扔吧。一年运营下来，你买花了 2 000 多万美元，运营一年，起码发这些人的工资就得 1 000 万美元，你能烧几年呢？就你民营企业家那点钱，你得出多少个集装箱才能赚到几百万美元，怎么能坚持得了呢？果不其然，后来也巧了，我的一个朋友被他聘请去，两年以后去收摊“擦屁股”。企业家认为赚了点钱，用这个钱投资海外就有可能按照中国的方法，雇用一些人听我的，搞研究就可以。不是这回事，没有那么简单，一定要是有远见的企业家、有战略眼光的人才，这样的企业家很少。

政府和民企都需要改变思维。

对。所以说你要在这个领域里面成功，让这些企业家少走冤枉路，走向国际，这恐怕是一个长久的话题。但走向国际的话，第一，不能说因为困难我们就放弃，说“算了，我们都回去得了，别走向国际了”。走向国际，这是一个长期的战略。第

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

二，怎么样以较小的代价有效地走向国际，提高效率，这恐怕是我们从政府到企业都要考虑的问题。

现在中国也赚了钱，这种冲动有了，那么如何在走向国际的过程中，能够有效地在国际市场形成一些很有竞争力的跨国大企业，这才是关键。中国的企业做得那么大，真正谈得上是跨国大企业的没有几个。举个简单的例子，中国工商银行论资产市值来说已经是全球最大了，但是绝对谈不上是巨大的跨国企业，为什么呢？全部的资产主要还是在国内。你说你谈到在海外运营能做到什么样，跟如汇丰银行、花旗银行、欧洲很大的全球范围内运营的企业相比，你根本就差远了，你不能算跨国企业。我们这些国内的企业这种结构、这种状态，怎么样能够更上一层楼，恐怕是一个长远的话题。

你不仅是杰出投资者，还像个战略家。虽然有时候不知道高层听不听得进去，还是可以通过各种方式多建议一下。

建议，有时候是可以，过去比较多，但是我现在做得比较少了。过去都是新华社写的内参，然后就往上报。这种东西得慢慢来。因为国内的环境，如果想一下子有突飞猛进的、冒进的表现也不现实，总得需要一个过程。

国家的成长也需要时间。我们说那么多没用。原因是什么？事物本身的发展有它的规律，一个矿从发现——开采——成矿——生产，起码3~5年时间，大部分都这样。因为这是技术性的东西，你得设计，你得把地质情况搞清楚，矿的情况搞清楚，未来的污染问题怎么解决……这一大堆问题都得搞清楚。你把这些都搞清楚肯定需要花很多时间。国家改革也是一样。

投资黄金股票基金vs.投资黄金

回到投资上来。我2006年来见你后有个很大的收获，回去就买了一些金币，还赚了点小钱。我当时如果买你的黄金基金的话，估计现在已经赚了500%。前两天我听了保尔森对冲基金的演讲，他有很多资产在黄金头寸，非常看好黄金，当然也有人对他进行驳斥。在这方面你是很权威了，你认为当前投资者应如何看黄金?

一般的投资要考虑周期，只要把时间维度放进去，回答起来就比较容易了。为什么说黄金是一种很特殊的金属呢？黄金的世界储量很少很少，人类开采黄金几千

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

年了，黄金为什么能成为唯一的一种能够具有货币功能的金属呢？

人类本身经过这么多年包括战乱等不同条件，已经不断地验证黄金本身的价值就在那儿。一是由于金属本身的特性决定的，黄金本身密度很高，很小一点点就很重；二是，黄金不管放多少年都不会自动氧化。黄金的很多特性是其他金属没有的。更主要的是全世界的黄金存量都很少很少，想增加一点生产太困难了，加工一吨石头能搞出两克黄金那就不错了，所以说黄金全球范围内的储量很有限。

从这个角度来看，任何一种产品只要是供给上面受到了严格的限制，而需求很大，那这种产品的价格肯定会上升，毫无疑问。黄金本身就具备这种特性，尤其是随着全球人口的增多，生活水平的提高，像中国、印度这些国家，人们有了钱之后，会考虑金首饰或者金本身的储存，人们想拥有它的冲动会越来越多，也就是说黄金需求量很大，但是供给又很有限，那么长期来讲，肯定看涨。

但是你要问我黄金会不会在这一两年之内一下子涨很多，那是另外的话题，这取决于其他很多因素，比如欧元的问题、世界货币流动性的问题，有没有一个像样的国际货币能够让人们普遍认可的问题，等等，这些都直接关系到了黄金的价格。因为黄金除了工业生产性需求以外，主要的还是中央政府的所谓投资方面的需求、普通老百姓或者投资人的投资需求，再加上首饰的需求。需求一般就是这三块，但是供给上，除了生产以外，还有一个就是回收，就是要把已经弄完的不要的金再回笼，比如你不要的金首饰，等等。这个量很有限，因为很多金产品，人们不愿意对它进行回收品式的处理，就算是戒指也是一样，除非双方离婚了，把戒指给毁掉，一般都不愿意毁的。更何况在黄金里面，有些做成了各种雕塑品、艺术品，比如小金佛，人们一般不愿意把雕塑好的小金佛又当成黄金毛坯给回笼了，因为小金佛的价值要比那点金值钱多了。很多金产品有这种功能，这就是为什么这方面金的用量也是在慢慢增长的。

你考虑这些因素的话，长期来看黄金还是看涨的，是一个很好的投资领域。但是我不主张很多人去炒黄金，把自己全部的资产都押到黄金上去，这不好。除非你真的很聪明，眼光很准，这种人几乎不存在。我认为还是要做一个像样的资产组合，在这里头，与黄金相关的东西投 5%~10%，长期来看，也不要轻易取出来，不要炒作它，以防万一。这种投资的策略，是任何时候我跟我的投资人都在反复重申的一个话题。如果有些人就想炒这个东西，他认为自己判断很准，就要炒，那是另外一回事。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

黄金和其他稀有金属的不同，主要在于它的货币属性对吧？

对，它的货币属性，当然它也有它的商品属性，比如拿它做首饰。但是更主要来说，它和其他金属的区别主要就是货币属性，与它的货币属性类似的还有银，其他金属还很少有具备这种货币属性的。因为银在历史上也做过货币，所以银基本上跟它联动。银的生产量、储量相对比黄金多，但比其他主要金属也是少的。

国际形势这么不稳定，黄金具有避险价值这一点，大家看得到。但有人认为黄金稀有，其他的小金属，比如稀土、钨、锗、铟等这种小金属也应看好。

黄金不仅是稀有而被看好。其他稀有金属的投资，跟经济的周期连在一块。每种稀有金属都要具体分析，各不一样。就你刚才讲的稀土，稀土其实分很多类别，你就要试图发现这种类别的稀土是属于哪个行业所用，这个行业的发展或者它的供需关系如何。比如有一种稀土专门用于发展太阳能的，如果太阳能大发展的话对这种稀土的需求就很大，无法取代。材料本身有的是可以替代的，有的是不能替代的。能否替代涉及两个因素，一个是价格本身，另外就是技术发展。

新的科学技术的发展有的时候使一些过去认为不能取代的东西变得可以取代，这就叫技术革命。所以说我们搞投资的人很关注技术上的革命，技术的革命往往就使一种金属突然间变得不那么重要或突然变得非常重要。

举个简单的例子，以前中国人比较喜欢铂金首饰，铂金也一直比黄金贵，一直在涨。过去在汽车生产当中，要用到铂金去做催化剂。但现在随着电动汽车的发展，铂金可能就会用得越来越少，这就变了。那么铂金必须找其他出路，它的价格完全有可能反过来。

还有一种可能，因为汽车排污需要催化转化剂，如果铂金价格越来越高，就有人研究用其他金属替代是否行，有人说用钯，还有人说用银，等等，钯是肯定可以的，人们还没有探索出来银是否可用，现在银的价格是铂金的几十分之一。一旦用银的话，铂金的价格一下子就掉下来了，那么银的价格可能会大涨。所以说全部这些问题，除了它的供需以外，技术进步、新的金属的用途被开发出来，对价格的影响是会很大的。

这样来说黄金还真是比较稳一点，那投资者是买黄金股票基金还是买黄金ETF呢？

这是一个老生常谈的话题了。黄金ETF首先要分清楚你是直接买金条相关的

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

ETF，还是完全投资黄金股票的ETF。

我指的就是投资黄金金条的，因为买黄金股票ETF就是跟你这个类似嘛。

我去演讲或者去讲话的时候，很多人经常问到这个问题。因为大家不清楚到底买黄金金条还是买与黄金相关的股票，或者是买黄金基金。

实际这里面的差别在于，你如果投资金条本身，谁都清楚金条本身是个什么东西，作为投资人来说，你只能低进高出。你不参与企业运营的各种风险，炒的就是最终产品。价格由什么决定？就由买卖，买的人多了价格就涨，供需嘛；卖的人多了，价格就跌。你避开了企业的各种风险，这是它好的方面，但是同时你又陷入了另外一个问题，因为你投资金条的话，你损失掉了很多投资股票所没有的东西。为什么？从历史数据来说，股票本身是一个高杠杆化的东西，相对金条本身来讲，通常是这个样子，如果黄金上涨1%的话，黄金相关的股票可能会上涨3%。

差不多，因为从2006年到现在为止，黄金刚好涨了2倍，你的基金涨了5倍。

下跌的时候人们可能就会说："你下跌的时候不也这样吗？"事实上，初期阶段是这样，下跌到后来就不是这样。从长远看，黄金相关的股票相对于黄金本身下跌的时候不会跌那么多。道理很简单，就是金价再低，也永远有可以赢利的企业，就是因为有些企业品位极高，开采成本极低，企业是活的。如果我一看，这金价高，我可以开采低品位的，不照样赚钱？等到我一看不好，黄金价格太低了，哪怕黄金跌到了300美元每盎司，照样有赚钱的企业。因为它可以采高品位的金。同样加工一吨石头，这里面出的金是低品位的10倍、20倍，它自然而然地照样赢利，所以说这是第一大好处。第二大好处是黄金相关的股票有分红，你投资金条没有分红，所以说你可以参与股息的分红。第三大好处，投资黄金的股票，你还有可能碰上企业的兼并，这就更有利了。如果你单纯是投资金条，你根本没有办法参加企业的重组，有可能你拥有的那个公司就被人买了，那就涨了很多嘛。

除此以外，企业本身是活的，它帮你分散了风险，为什么？因为一个企业可以很容易既生产黄金，也生产白银，可以有多种金属。因为矿往往都是共生矿，有些矿是很单一，但是大部分矿都会伴随着很多副产品，或者是多种金属共存的状态。这本身就又帮助你分散了风险，也就是说挖金的同时，我可能生产了白银、铅，等等，这些东西加工的过程都差不多，成本一下降低很多，这本身对企业赢利或者企

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

业面对不同复杂条件下的运营来说就是好处。如果你买金条，那金就是金，你没有参加所谓的分散，这应该是第四种好处。

作为你来说，判断黄金价格方向是你的工作，但不是你主要投资重点，因为你做的是黄金股票投资，是这样的吗？

投资黄金相关的股票和投资纯粹的金本身是有很大差别的。当时见你的时候是600 多美元每盎司，前段时间最高已经是 1 800 美元，现在掉了一些，1 600~1 700 美元。

奥本海默 15 年

你 30 多岁才到布兰迪斯读书的？

是，我在国务院研究中心时参加了美国政府汉弗莱交流计划，对美国进行了为期一年的访问。我们那个年代个人的选择有限，即便出国留学也不知道将来从事什么样的职业，转到这种行业完全是阴错阳差的结果。我 32 岁才到美国念书。90 年代初，第一轮中国热。当时都是中国热，都去做投资银行，比如我当时认识的刘二飞、汪潮涌、李山，等等。人家都到香港去做投行业务，挺吸引人的，挣钱也多，名声也大。我在这边就做资产管理，那边也有机会，问我要不要去做投行，我说算了。

我觉得你其实是很全面的，两方面都可以做。

我就喜欢作研究、选股，我自己的决策如果有好的结果，觉得比较开心就够了。到那边去做投行，那是完全不同的性质，每天会忙得很，每天东跑西窜，可能会很累。我自己永远考虑的就是我是不是每天在学东西。买方有一个好处在于有大量的时间都是在阅读、决策，再阅读、再决策，这个使你能够累积大量的知识。这就是为什么你到哪儿去讲，跟什么人谈话，你脑子里面都有很多的东西，人家愿意跟你聊天。就是说你是一直在学习，在不断地阅读，不断地更新知识，所以说买方有这么一个好处。

但是我并不是说卖方就不需要知识的更新，也需要，但相比较而言，事务性的工作就特别多，要抓时间做业务，有时候跑来跑去，大量的时间是在各地出差，舒服程度可能不如买方。可是话又说回来，我上班时间好像很松弛的，可是压力很大，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

原因是什么？我每时每刻，哪怕在路上都在看这个市场、在研究，我可能随时会跟我的交易员布置任务要做哪件事情。就连周末也是一样。这个行业的苦处就是这样，好像是有假期，实际上你没有假期，就算是度假你也在考虑市场怎么样，你该做哪些方面的事情。这倒是摆在很多人面前的一个现实。

不像卖方一样，他们把一个交易做完了就可以休息两天。

对，他们可以休息好多天。像我们就得每时每刻都在想我的组合怎么样，下一步会怎么样。

你为什么选择奥本海默，而且待这么多年？

奥本海默在美国的威望非常之高，属于那种高品质公司。管理资产在共同基金业排在前几名。奥本海默不是上市公司，是私人公司。马萨诸塞互助人寿保险（Massachusetts Mutual Life），大概拥有我们75%的股份，剩余的25%是我们公司的员工。海外好的保险公司肯定拥有一个好的资产管理公司，一般都是这样。因为保险需要理财，需要投资嘛。而且保险公司的钱都是长期，久期比较长，于是它就有这个资本作长期投资。

我2006年就在到美国AIG、Prudential、Principal、Metlife、Alliance等公司的资产管理部门学习过，国际上的保险系资产管理公司很有特色的。

我们这个公司就是一般情况下，雇员想进来，应当说是过五关斩六将吧，蛮难的。我们公司出去的人做知名公司投资总监的就有很多，随便一点就是五六个。比如当时雇我的这个人叫鲍勃·多尔（Bob Dole），现在是黑石（Black Rock）的副主席兼投资总监。前两天，我们这边的首席投资官，专门管股票的，又让黑石给挖走了。很多中国人不一定知道我们，原因一是我们在中国没有运营，另外我们的公司不太重视宣传。公司总认为只要把美国市场做好就行了，主要的钱都来自美国。现在慢慢开始重视了，但是我们不会是像富达（Fidelity）那种结构，比如在香港设个办公机构，在内地设个办公机构。但是基金主要的决策还是基金经理，你弄这么多办公机构，第一是花很多钱，第二决策的速度就不一定特别快。理论上讲对外做市场营销的时候，可以跟人家讲："你看，我们那儿有人呀，可以在那儿便于调研。"像有些公司比较大的，拉开架势要做，一般都采取"分散决策"，如让你买亚洲的股

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

票，主要的决策人就在香港，他不让你在美国这边的人来决策亚洲股票交易。我们这个公司的决策人都在这儿呢，我们买香港的、欧洲的都在这儿说了算。我一会儿买土耳其，一会儿又买巴西，都在这儿决策。

基金经理决策都比较独立吧。

我们公司在美国采用少有的基金经理负责制，就是我们国内说的基金经理明星制。一个基金相当于一家公司似的，也就是说这个基金经理按照自己的想法去运作就完了，相对来讲结构比较简单。

你做基金经理做了15年时间，最大的感受是什么？

我认为基金经理是一个挺好的职业。

那为什么国内的基金经理干两天就跑了？

是因为这里面有很多诱惑，“跑”的种类也有很多。

我想来挖你的人其实很多的，比如竞争对手的基金或者对冲基金。

是这样的，一个是你找到一个比较好的公司挺不容易的，我们这行业要业绩，你如果业绩不好别想在这行立足。我们管共同基金的产品，是基金行业的零售，我这个基金有几百万投资者，如果不好的话，公司就会提前炒你的鱿鱼。为什么有些人自己主动走，大都是见好就收，趁着最好的时候想办法去融资，去弄一个对冲基金干一干。人各有志，他比较想赚大钱，他就想“管他呢，如果我弄一个对冲基金万一成功了会赚大钱”，我如果老早出来弄个对冲基金也应该是挺有名的了，也会赚很多钱。

但是这里面有个问题，对冲基金那种结构，你是否愿意去那么做？投资行业，规模很重要，我现在有这个业绩，一部分还得归因于客观，就是我在奥本海默。我如果要出来创立一个基金的话，分析师覆盖就会要差得多。开始时的对冲基金一般都比较小，人家一般都不愿服务你了，那么你有可能得不到全世界最好的研究报告。而我在这个位置上，我得到的是全球最好的研究报告，毫无疑问，这是一个规模问题。

还有一个就是基本的生活方式可能会发生很大的变化，因为对冲基金不容易，它要业绩的，而且你的投资人很集中，就是几个甚至一两个，你如果正好处在业绩不

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

好的时候，你还要天天做他们的工作，否则他们一往外拿钱，你就完了。我这儿属于零售，几百万投资人的，我做就行了。另外，大公司，分工很细，职业的稳定性很好，免除了其他方面的事。当然从挣钱的角度不一定比成功的对冲基金要挣得多。

如果我自己要弄一个公司就麻烦了，连秘书都得我来招，这个公司是你自己的，你会觉得很累。

你的经历与国内基金经理形成强烈对比，现在国内共同基金的平均从业时间只有两年多，基金经理都跃跃欲试做私募。事实上那是不同的生活方式，在基金里长期下来其实也是很好的生活方式。

对，另外也跟年龄、跟个性有关。每个人的个性和年龄都不一样，像我的个性，就是对那种冒很大的风险做一个对冲基金，想把事情做大的冲动没有那么大，可能也跟年龄有关吧。有人给我钱问我要不要出来自己弄一个对冲基金，我考虑来考虑去，觉得我在这儿挺舒服的，公司对我也不错，奥本海默有很好的长期股权激励结构，也给我股票的期权，我的业绩不错，基本上就被锁在这儿了。所以一晃就这么多年下来了。

黄金基金 15 年

听说你刚开始是研究技术股的？

对，我最先在布朗兄弟公司作技术股研究。等我从事这行后，才发现金属行业的投资很有学问，它是除技术股之外唯一有可能获得 10 倍甚至 20 倍回报的行业。举例而言，有一家公司IPO（首次公开募股）时股价是 1 元钱，后来跑到 70 多元钱，70 多倍！只有矿业才可能出现这种机会。开始这家公司只是块地，后来在那钻探，发现了矿，发现了黄金，股价也开始上升。随着钻探的范围越来越大，黄金储量不断上升，公司股票也水涨船高，轻而易举地涨到了 70 元钱。这有些像高科技公司，上市时 2 元钱，后来研发出一种高新技术，股票就有可能上升 100 倍。所以当时我就很认真研究。

你差不多应该是 1995 年开始管这个基金了？

对，1995 年开始，进了奥本海默不久就管了。这个基金是 1983 年创立的。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

这是一个奖杯，1998 年的，这是你们董事长奖吗？

这个奖只奖励给两三个人。当时我刚来这个公司，我的业绩很好，我能管很多基金，他们一下子给了我好几个基金，1997 年确实管理不错，国际小基金和欧洲股票基金都是评在第一名。但第二年给我打懵了，一下子把我压垮了。压垮了之后，就吃了个教训，公司那个时候奖励我，实际上是想往上提拔我。这是一个教训，人不能觉得自己什么事情都能干。

后来我一下子就学聪明了，我说我也不管那么多，管多了弄不过来。好像是折腾了一段时间，那段时间我不断地斗争，慢慢地就把我的其他基金给减了，或者说其他基金我不要了。从 2001 年开始，我的精力主要就在黄金基金。我最早进入的是黄金基金，我保留的也是这个基金，因为这个基金我的纪录非常好，我不想丢弃它，丢弃也蛮可惜的。

你管黄金基金超过 15 年了，也获得了无数的奖项，包括最近的理柏 5 年基金第一名。其实我们也查了彭博，在过去 5 年时间，黄金股票ETF如标普的黄金 50ETF，涨了 80%不到，而你的基金差不多涨了 500%以上。那是因为你的选股比较好吧？

策略上我的动态投资理念来自博弈论。我们可以把资本市场看做是所有投资者之间通行的扑克牌游戏，投资者都抓着自己的牌，针对他人的出牌来决定自己如何出牌。这是一个动态的过程，如果能先于别人一步发现，哪些东西能影响市场，哪些东西能影响投资人的行为，开发出相应的模型，你就是赢家。当然这不能靠违法的内幕交易来完成。投资者要做到这点，必须综合大量的信息进行很多研究和分析。我的系统不是输入数据就能得到结果，而是一种分析和研究问题的方法。除此之外，基本面研究公司也很重要。

有一家产铜的非洲公司，我最初买进时股价才 5 块多钱，后来不断买入，为何这家公司这么吸引我呢？第一，这家公司的很多专家都在国际性大采矿企业工作过，勘探技术力量强，能够发现品质高的铜矿。第二，很多国际大采矿公司在非洲进行过勘探，但有些地方因为各种原因被它们忽略了，比如非洲一些很贫穷的国家。而这家公司恰恰能在大公司不熟悉的地点以很低的价位买到好矿。我在跟它们的管理层交谈时就发现了这一点。第三，公司管理层懂得经营之道，注意节约成本。他们使用的都是大公司的先进技术和一些二手设备，而二手设备好用还省钱。第四，他们注意钻探。买了一块好矿后，公司还注意在附近关联的地方钻探，结果又发现了

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

很大的铜矿储存。这几项加在一起使其赢利状况非常好，股价最高冲至 70 多块。我投资这家非洲矿业公司股票最多时占基金仓位的 8%。

成功选择黄金企业的例子还有很多，故事都不尽相同。在我看来，好的企业必须具备以下几个条件：首先，管理团队既懂技术又懂市场，值得信赖；其次，公司必须有一个较好的发展战略，而且一定要有一个地方来实现这个战略，也就是说，公司拥有的资源一定是高质量的资源。采矿业和其他行业不同，某一个环节处理不当就容易出问题。投资的风险来自技术甚至政治等方面。比如一家中东矿业公司在伦敦上市，我先买了其少量股票。在跟这家公司的总裁和首席执行官见面时，公司信心满满，我也想多买些，但很快我就发现了一个问题，他们与当地政府的关系不能让人放心，我就停住了。幸亏停住了，没过多久，政府给这家公司发了一道法令，说他们买进的一块地不太合法，公司市值一天就蒸发了 30%。

很显然，投资采矿业风险很大。基金如何避开风险，发现真正的价值所在呢？基金经理首先要眼观六路、耳听八方，应尽量寻找那些由高质量管理人员经营的公司，另外还得留意公司的战略实施地点。比如，在美国、加拿大、澳大利亚和南非这些法制比较健全的地方经营，企业的可判断性或者能见度较高。假如一家企业说要去巴基斯坦开矿，我就会有些担心，把钱投进巴基斯坦，说不好没几天出个事故，股票一天跌个 40%~50%，这些都是有可能发生的。我们天天在国际间锻炼，对这些事情深有体会。

有人说你是把这个地球跑遍了，拿个铲子把地球翻遍了，是不是这样？

我主要是没工夫跑。我跑得比较多，全世界各地跑了很多国家。从投资过程来看，如果真的想投资一个企业，我看到这个东西的时候别人可能还没看到呢，这就是经验了。数量是有了数以后你去分析价格本身的变动，但是你如果真正要投资资源股，这种模型基本上就不太起作用。

你到那儿去看，比如有一个地方发现了黄金，那么你首先脑子里就带着疑问——这个黄金储量到底有多大、品位高不高、是不是便于开采、政治上有没有问题、这个地方是不是稳定，埋藏如果很浅的话是用哪种方式去开采，比如露天开挖还是井架，而且对于金属加工的过程也要知道，因为加工过程直接关系到成本，你用堆积法可能成本就会很低，如果你用直接采选法，那成本可能就会很高，等等，这些东西在你脑子里慢慢形成了一种经验。做熟了，去了一看就知道这个矿值不值

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

钱，将来会不会成为一个很大的矿，那么你就可以很容易地作出决定，我这个矿是作为战略型的，我要不要持仓或者是持仓多少，先试探性地放一点儿小钱看看，还是大规模地重仓去持有它。

还有，我一般都是跟公司的上层管理机构一块儿去看，比如董事长、总裁约我一块儿去，因为在黄金领域，我这个基金论规模来说应该在前几名，有 50 亿美元吧。

2006 年的时候还是 10 多亿对不对？

对。50 亿在同类里算大的基金。所以在美国同业那里，差不多都知道我。在全球范围内搞黄金的，一般情况下就这么多企业，你是个比较大的基金，人家自然而然也愿意跟你建立各种联系，一般人家会邀请我，就是投资人跟生产方的互动，容易建立各种关系。我每年要跑还是得有选择的，我不可能都去，要跑的话每天都会在路上。反正就是不断地去，有矿的地方，人家邀请我也多，但是我也不可能每个都去，如果每个都去就没法做了。

因为你有的时候去看企业，看它的矿，最主要还是要看这个企业管理层对不对？

实地调研说重要也不重要，具体要看是什么矿和什么公司。如果你连某家公司的基本信息都没掌握，调研就没多大用处。公司想骗你非常容易，因为矿是地下藏着的东西，你亲自到矿洞里去看也没用。对企业有基本的信赖是投资的基础，在此基础上，你才能通过实地调研的感性认识，印证管理层跟你讲的东西有多大的水分。

因为你在看矿的过程当中，增进了跟管理层的关系。了解这个管理者很重要，他管理企业的最基本理念方法是不是跟你一致，你认为他的这种方法是不是科学或者将来是不是有前途，你就能看个差不多。所以说有时候去看企业，就有这方面的作用，因为你跟他在一起得待好几天，比如在路上、飞机上，有时候我们一起坐大巴，一起乘飞机，有大量的时间切磋会谈。所以对这个企业的了解就会更加详尽，你根本不可能靠想象、靠数据就了解得那么透彻。

这对于我们而言，等于增加了决策的准确度。我们投资时，一定不要以为买了一个公司的目的就是不久要卖出。像基金规模越来越大，操作起来就困难了，你进去有的时候不容易，出来有的时候也不容易。我们经常讲的流动性，你买一家企业，如果你判断失误了，等到它暴跌了你才发现问题，那已经晚了，你卖不掉了。如果你本身拥有这个企业股份很多，你就更麻烦，你怎么卖？你越卖越跌。所以一般情

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

况下，就是要想办法提高准确度，就是你怎么样能够在决策中避免失误。说起来容易，真正做起来是挺难的，毫无疑问，谁也愿意买任何一个东西都上涨。结果不一定。

拒绝快速致富

一个行业基金有行业指数，还有自己的基准，你的业绩超过基准和同行这么多，你说过你不太讲究或者不会被基准抱着走，事实证明你的方法效果非常好。

如果完全参照业绩基准，基金经理就会变得很保守，不敢承担风险，这样并不好。我很早就认识到不管做什么，如果只是跟着大势走，结果好不到哪里去。基金经理必须有清晰的战略观点，选择好的企业，这才是基金立于不败之地的根本。

我是什么都看，除了基本面以外，对宏观的判断力对我的表现也有贡献。就是你刚才问的黄金问题，它的走向，等等，这种黄金的波动实际上是你调整组合的最好时候。我一般都是，如果今天市场大跌，肯定是我买的时候，如果今天市场倍儿好，肯定是我卖的时候，我永远这样。永远记住要多少有点儿与众不同，不要跟风，投资人最忌讳的就是跟风，人家买你也买，人家卖你也卖，你就失去自我了，这个时候你想想你买也买不到特别便宜的，你卖也卖不到特别好的价钱。所以在人家都买一个东西的时候，错过了就错过了，人家都抢的时候就不要，冷眼旁观，无所谓；人家都不要的时候——当然不是说任何一只股票——你都要上，这个时候就看你的功力了，你觉得这个公司人家都不要，肯定不对，将来肯定会上去，那么你就要有这个胆量出手，这个时候你业绩才会比较好，因为你买得便宜。

不管别人怎么看，我坚持自己的观点。我是一个比较倔强的人，不容易受别人的干扰。自信在投资中很重要，如果不自信，不断怀疑自己的观点，是作不好投资的。

你持仓组合中80%都是非美国股票，是行业基准本来就是这样的，还是你自己比较重视国际化的投资？

没有，我的国际股票，一般把加拿大也算做是。国际上大的资源类公司，加拿大比较多。我买的时候一般很注重流动性，因为基金大，流动性太差不行，所以有时候我会持有很多加拿大的公司。

至于是不是在基准里面，我买的很多都不在。这个例子太多了，比如当时我买

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

一家加拿大挂牌的公司，它的资产在西非那边，地跨几个国家，当时我在这里面拥有很大的头寸，后来这个公司让人给买了，兼并了。所以说我有时候投资的企业被人家兼并的挺多的，为什么？我的基本面分析的方法，你去研究好的矿值不值这个价。

生产厂家也在拼命寻找全球最好的、品位很高的、容易开采的矿。你知道有这种矿，你就重仓持股，你知道它肯定迟早会建成一个一流的很大的矿。品位如果很高，又便于开采，谁都想要，所以这就是一个最基本的判断，要经常去看，或者说经常研究。有些分析师也愿意跟我聊聊天，想听听我的意见，因为有些矿我去看过，他们没去看，我去看的比大部分人多。

说到分析师，很多分析师只做了几年时间，你都做了15年了，你如何用他们？

我一般很有选择地去见分析师。你知道有些分析师在某些方面有长处，你就要有意识地去跟他谈，就是说你有经验了，你就知道了这个分析师能给你贡献主意，知道他的信息能够补足你所不知道的。有些分析师你也知道，他想来见你的话认识一下可以，但是谈的话就谈不出什么内容来，你下次也就很有选择地不见他就可以了。你花一小时跟他谈，谈了半天他讲的东西还不如你知道得多，那哪行。

既然是一个行业，里面肯定是参差不齐的，卖方的分析师也有很好的、很懂的、很敬业的。我很重视卖方分析师，当然这个叫有选择地重视，绝不盲目的，他说什么就是什么，要有一定的鉴别基础再谈怎么样去用这些意见。因为做熟了，你知道谁在这个领域里很厉害，你就愿意跟他交往。卖方有很多分析师是很杰出的，能够善于利用他们的智慧，或者利用他们对于这个行业的了解，对你管好基金应当说是一个很大的贡献，本身来说千万不要放弃，不能一概而论。我一般很少用他们说的买与卖的意见，我一般通过他们了解很多情况。因为他天天追踪，有时候你可能会忽视掉了，大量的东西你来不及读，他可能读了，尤其是他自己覆盖的那些公司，你就很容易问出很多很详细的东西来。

像你这么大的一个基金，换手率一定比较低了，就是说对大趋势的把握比较关键。

太大的转手率，基本上玩不过来的。应当说从长期来看，黄金还是看好的。眼下来说，我永远相信再不好的市场条件，哪怕是下跌的条件下，永远有很多好股票。买那些好股票，肯定会给你回报。市场在跌的时候，永远有上涨的股票，这也是现实，是不是？

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

有的时候觉得便宜适当做一点，我们也并不是说不作短线交易，我们也作。所谓作短线交易就是说我可能会在比较短的时间内，比如6个月之内，买进了一只股票，觉得赚得差不多了就卖了，这完全有可能，这就属于交易性质的，并不是说要长期持有。有些比较好的公司，基本上就从来不卖。

最长持有的公司多长时间呢？

15年以上了。

是因为它的权重比较大，还是因为你自己个人比较看好，一直不动吗？

一个是权重，也有看好的原因。当然比如它在某个阶段价位太高了，适当地作一些小的调整，但是也没有说把它全都卖了，比如你原来拥有5%，可能下调到3%吧，你就卖个2%，等到它跌了之后很快又补回来了。

行业基金的运作也要看投资人的水准，喜欢短期炒作的基金，业绩肯定不行。

15年经历的危机、风险都很多了，哪一次你觉得是真正的风险？

最难把握的时候，比如像2008年金融危机时，市场恐慌性地抛售，什么东西好卖就卖什么，已经失去了估值标准。有时候你看着很好的公司会暴跌。可是那时候我不能说服我的投资人都相信我，我认为那时候是买的大好时机，我只能有限地呼吁"你们不要让这个东西给吓住了，美国的金融行业还要存在"。我记得当时凤凰卫视记者胡一虎现场采访我，就在纽约的证券交易所门前，他问我："人家现在都逃离华尔街，你还站在这儿干吗？"我说："你算说错了，现在是买的好机会，现在才是想办法赚钱的好机会啊。"

人家都扔，这个时候你就要捡最好的公司，花很少的钱就买了。在2008年，那个时候基金都普遍地大跌，2009年一年"哗"地一下全都收复失地。我的基金2009年涨了多少？涨了79.3%。

你的基金的回报确实是很惊人的，每年都是双位数，就2008年稍微跌了一点，其他的时候，都是40%、50%、30%，比黄金这块高很多，我觉得确实很不容易。我算了一下，你15年的年复利超过了20%。能否说一下你最重要的投资理念？

我的投资哲学中第一条原则是拒绝"暴利"和拒绝"快速致富"。投资的关键不

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

在于短时间内的输赢，而在于长期能否持续赢利。找出能够持续赚钱的方法，然后持续采用这种方法，坚持长期复利增长的道路。成功的投资家，要比别人更具前瞻性。就好比相机，投资成功的人使用了大景深的专业相机，拍得更远，看到的世界更加立体；而失败的人却使用了傻瓜相机，只能看到一个平面的世界。

想在市场上长期立于不败之地，就要具备大量的知识。一次两次的胜利可以靠运气，持续胜出必须依靠强大的实力。每个成功的投资人一定具备了坚实的知识基础，同时还会融会贯通，吸收为自己的东西。有些人以为基金经理就要天天在屏幕前盯着行情看，这种看法大错特错。天天盯屏幕是我手下交易员做的事，基金经理要勤奋思考。

你刚研究时觉得技术股和矿业股能有暴利，很兴奋；现在第一原则却是拒绝“暴利”和拒绝“快速致富”，这是否是理念的升华？

任何不能永远前进的事物都将停滞。如果你在错误的路上，奔跑也没有用。此外幸运也是重要的因素，在拖拉机问世的时候做一匹马，或在汽车问世的时候做一名铁匠，都不是一件有趣的事。

一定要做自己喜欢的事情

作为一名杰出投资者，给我们读者，可能是专业投资者、研究员、自己理财的普通大众，还有对年轻人，有什么建议？

我到各个大学去得也挺多的，前两天刚从国内回来，到人民大学给研究生谈个人职业发展等问题。大而化之，中国不管是目前的教育体制还是年轻人有理想、有抱负等都要考虑一个问题，就是一个人在某个领域里面要想有成就，就一定要做自己喜欢的事情。

一定要做自己喜欢的事情。自己不喜欢的事情不要硬着头皮去做，也可能会培养兴趣，但是培养的兴趣和天然的兴趣想去做好恐怕是两回事。一定要有兴趣做，而且不要急功近利。做什么事情都要知道是需要培育很多年，不要想着哪儿赚钱多就去哪儿。

比如国内有人讲做金融好，就想拼命地去学金融、做金融，这并不是个好事。在美国也有这种成功的例子和失败的教训，很多人讲搞高能物理的、搞化学的，在

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

这个领域里面都已经很有建树了，到华尔街来作一个数量投资，这是可能比你当教授多挣了那么点钱。但是话又说回来，可能未来的一个诺贝尔奖的得主就没了，因为你在那个领域里已经很有建树，说明你喜欢，如果你不喜欢那是另当别论。如果就是为了钱而不得不改变，要知道培养一个物理博士，这都要十几年工夫。你学了这么多的东西结果都没有用，用到的只是在市场上的一个小的皮毛，到时候你能不能成功先放在一边，你本身这样就是资源浪费，为什么？因为你把大好的时光，十几年所学的东西，理论和实践的沉淀完全抛开了，太可惜了，所以说还是要做自己比较喜欢的事，不要被眼前的利益迷惑。正如华尔街老牌策略师巴顿 · 比克斯最近所说，他说他让孙子孙女不要学金融，要学工程，他说未来金融不一定有特别好的机会。这当然是他个人的看法，他讲这个的意思就很清楚了。

任何一个阶段都有受制于当时的历史环境。你如果在这个历史环境选定了你自己的定位，你可能就能够有所建树。不要受外界的影响，认为别人干什么我就干什么，最忌讳的就是追风。你还是要根据自己的喜好，发挥自己的长处。有的人说我就好这个，喜好是一回事，还要看看自己是不是有这个长处。我也遇到过很多年轻人一上来就说想当基金经理，你有这个理想是好的，你可以想办法朝着这个目标去努力，但要考虑你是不是有这个长处。

首先需要很多最基本的训练，不管任何人都要做自己熟悉擅长的东西。像我们这个行业，过去对我影响比较大的就是我喜欢看企业。我在人民大学读书的时候，经常走访企业，这都是一种培养或者叫潜移默化。原来在国务院发展中心工作的时候，到下面去调研也是去看企业。喜欢看企业，喜欢研究企业，这就是关键，帮助你在这方面培养一定的兴趣，或者是一种最基本的训练，等到你再做这件事情似乎就很容易。大体上来说，年轻人有理想绝对是对的，理想定位要根据自己的长处，人的精力真的很有限，不可能什么都是长处，要根据自己的长处来发展。90 年代，人家都去做投行的时候，我就觉得不适合自己，不去做。

我看你从从容容，业绩却这么好。对于基金经理，怎样减轻巨大的压力？

基金经理要沉得住气，坚持策略，不要变。另外重要的是你如果不喜好的话，这个压力就很难解脱，你如果喜好的话就不觉得是压力。因为你反正要看市场，哪怕你不做了，现在不当基金经理了，你也关注这个，你就喜欢研究。这主要是跟你的爱好结合起来就够了，最怕的就是你根本不好这个，就为了赚点钱，听说基金经

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

理怎么好，你也想做一个基金经理干一干，这当然会觉得很苦，会很有压力。因为你总要看今天的市场怎么样，明天会怎么样，而且赔了钱不会垂头丧气，赚了钱也不会十分得意，完全是一种很职业性的决策。

如果你没有赚到钱，赔了，那你就要琢磨是为什么，总结一下经验，如果是自己犯的错误，考虑这种错误是不是能避免的；如果不是你犯的错误，是市场造成的，那你就无所谓了，反正要跌的，无非在那个点上，你的决策可能略微早了一点或者略微迟了一点。有些跌，如果你相信你这个投注将来会上去，过了三五年后会是很好的股票，那你就无所谓，跌就跌了。赚了钱也是一样，当然谁都喜欢赚。其实我们这种职业，赚了我们自己没有多少，你考虑的就是你管的那个基金的那些投资人。

这些年，每年都赚了很多钱的时候，一些同行和公司的同事这样拍拍我肩膀，非常高兴地说“你给我办了件大好事”，为什么？“因为赚钱了，我两个小孩的学费都赚出来了，很高兴。”甚至还有一个人说：“没想到，我投资你这只基金，我现在也已经成为百万富翁了。”

所以很多人看在这点上就会比较高兴，说“你真的是让我在经济条件上发生了很大的变化”，这本身就是一种鼓励。你觉得你做的这个事情关系到很多投资人是否幸福，是不是能够从投资当中获益，这才是关键。

数十年如一日，你的工作动力来自哪里？

这种动力来自什么呢？外国有一个词叫“Fiduciary”，就是最基本的一种信托责任感。就是说真的是从你的骨子里头想到我做的这件事是为了我的投资人，我不能输。就是这个激励你去研究，你去拼命地发现怎么样能够让投资人减少损失，能够获益，真的这么想、这么去做是挺不容易的，而不是说考虑我业绩好了能多拿点奖金。

如果你管基金，跟着基准跑一跑就行了，你跟着那个跑，不会出什么大事，你可能会比较稳妥，这也是一种方法。但你不敢去承担风险，本身就不可能是一个好的基金经理。

基金经理就是既敢于承担风险又不去过分地冒险。这个平衡有时候其实是很难掌握的，这得因人而异，你技巧高了，你就是承担风险比较少、回报率比较高；如果是比较差，可能你的风险考虑不足，回报率可能受到影响。这两者是一个很难平衡的东西，市场大跌的时候，都赔钱的时候，大家就讨论“你怎么不控制风险，回报率可以低一点嘛……”等到市场一好，大家又开始比“谁赚得多”，人可能都这样。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

关键是作为基金经理本身，脑子要很清醒。有时候过分地去承担风险的时候，你就要考虑说不定哪天在你投资的地方会造成一个巨大的亏空，那就有麻烦了。一定要避免这种冲动。

2008年的时候，我虽然有压力，但该怎么操作就怎么操作。我跟我的投资人讲："你们不要担心这个，黄金的故事没有完的，早着呢！"

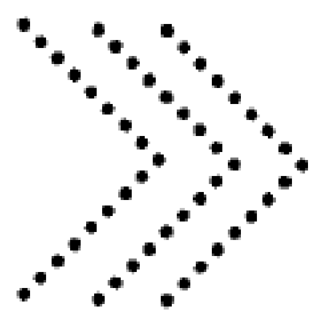
全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

黄庆和 捕捉、评估和投资未来

首华证券投资顾问公司[台北]

黄庆和，1960 年生于台湾高雄。1983 年毕业于成功大学交通管理科学系。1985 年，加入台湾三芳化学公司，做市场开发及销售。1989 年 5 月，加入台湾刚刚兴起的基金业，任富达投资在台湾基金公司分析师。黄庆和在富达 3 年即出任副基金经理，协助富达台湾基金获得过 1992 年、1993 年同类型基金第一名。从此开始其持续十余年数不清的“第一”卓越投资之旅。1995 年，黄庆和加入到元富投资信托公司，任投资管理部资深经理及资深基金经理，1996 年、1997 年，他管理的元富金满意基金（Maxima Fund）连续两年获得全台基金冠军，此两年该基金业绩也位列全球基金表现前五名，这一历史纪录在台湾至今无人突破。1999 年，黄庆和出任统一证券投资信托公司执行副总经理兼资深基金经理，在此后 6 年间，黄庆和和他的团队继续创造持续的短期及中期业绩第一的神话：2001 年、2002 年连续两年获投信团体绩效冠军；2003 年，获得杰出基金经理人奖；2005 年，获得 5 年绩效冠军。2006 年 9 月，他成立首华证券投资顾问公司（简称首华投顾）。黄庆和是台湾出道最早、绩效最优且仍活跃在投资一线的唯一一位基金经理，他在台湾赢得多年杰出基金经理奖，是名副其实的投资界“恒星”。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



在台湾证券市场，基金公司称为证券投资信托公司（简称投信）。台湾股票市场和基金业，对于大陆，有特别的意义。一方面，台湾的股市成立得比大陆早，尤其是基金业出现得早，因此，大陆从早期的股票分析系统——其中最著名的就是钱龙——到证券和基金相关的法规，都大量借鉴台湾。早期大陆市场的投资分析方法，包括一些不太好的投机手法，很多也师出台湾。现在大陆虽然从市值而言较台湾大了很多，但市场的成熟度和监管理念，还有很多向台湾借鉴的地方。台湾是一个两头在外的"浅碟"经济体，国际化程度较高，一些产业结构如信息技术与国际联动很快，整个股市信息技术类的股票权重高，因此，大陆炒科技股与其说是看美国，还不如说是看台湾。随着台湾与大陆经济联动的可清晰化，台湾股市日益得到关注，如果作大中华地区投资，不能忽视台湾信息技术类公司和领先的消费品及零售业。

黄庆和是台湾最早一批从事投资且一直保持多年短期、长期业绩第一的恒星。2006年，我们启动杰出华人投资者项目时，请来自台湾、时任上投摩根基金公司总经理王鸿嫔，推荐一两名最为有代表性的台湾地区基金经理，她首先就推荐了黄庆和。当时条件所限，我们只是通过电话先与其沟通、并做了采访问卷后，在我办公室远程进行了两小时的电话访谈。其时正是黄庆和刚从投信公司出来创业，谈笑间意气风发、挥洒自如、如数家珍、纵

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

横捭阖，一如其投资风格。

黄庆和从化学公司销售员入行当时处于扩张初期的基金业时，本来有另外一家公司希望他去做销售，但他对投资研究感兴趣，愿意从基础做起。他在当时，就已经判断随着台湾加工工业向大陆转移，化学公司的日子长远来看会不好过；而资产管理行业，则会越来越好。所以从职业的选择，就可以看到黄庆和很早就是能看得很远的人。

黄庆和加入富达时，大名鼎鼎的明星彼得·林奇就在富达美国总部。黄庆和大量地阅读包括彼得·林奇在内的投资大师的书籍，直至将各种投资流派烂熟于心。黄庆和此前提过，从研究员到基金经理，一般要 5 年。这次，他更是开篇就提出，严格来讲要 7 年：前 5 年学习基础，梳理各家所长，借鉴大师心得，后 2 年融会贯通，形成自己的初步理念、准则、策略体系。只有基础扎实了，以后的路才会踏实。

黄庆和认为考察股票和房地产的投资回报要用 30 年的时间，而衡量投资大师也需要 30 年。前 10 年是确立其市场地位的阶段，一般也涵盖了两个多空周期； 20 年是其从管钱到退休的阶段，这样的业绩才有全面性；30 年则是要证明其投资理念、投资方法的有效性，投资大师不是只有自己成功，而是能以其理念、策略，帮助一些勤奋而有天赋的人成功。

黄庆和喜欢不确定性的未来，但更关注未来成长的确定性。他建立了一套体系，有助于看清可能发生的未来，并善于捕捉未来、评估未来、投资未来。早在 1991 年时，他看到了大陆经济处于改革开放初期，对初级工业原料需求很大，其中尤其对新的材料如尼龙需求很大，当时他入行才两年，便建议基金大量买入此类股票，结果他们基金连续两年都是行业第一。1996 年，他判断台湾信息技术产业将成为世界级的OEM（原始设备制造商）中心，大量投资鸿海、台积电等龙头企业，此两年，他便创下台湾历史上迄今无人能破的连续两年第一名的纪录。2003 年，他看到中国大陆经济建设规模越来越大，对国际原材料需求以及国际船运需求会大增，便大量投资此相关企业，在此前后 6 年期间，他和他团队管理的基金，多次获得当年团体第一名的荣誉，并始终是 3 年、5 年绩效第一名。

黄庆和笃信积极投资，认为只有积极投资才有优良的绩效。他建立了基于中长期经济成长动力、经济周期、企业经营和成长空间的研究框架体系，对股市驱动力——经济推动力和企业赢利推动力具有非常前瞻的判断。他对行业上下游的研究相当深入，这使得他往往在企业还没有感觉到基本面变化的时候，就能提前去进行

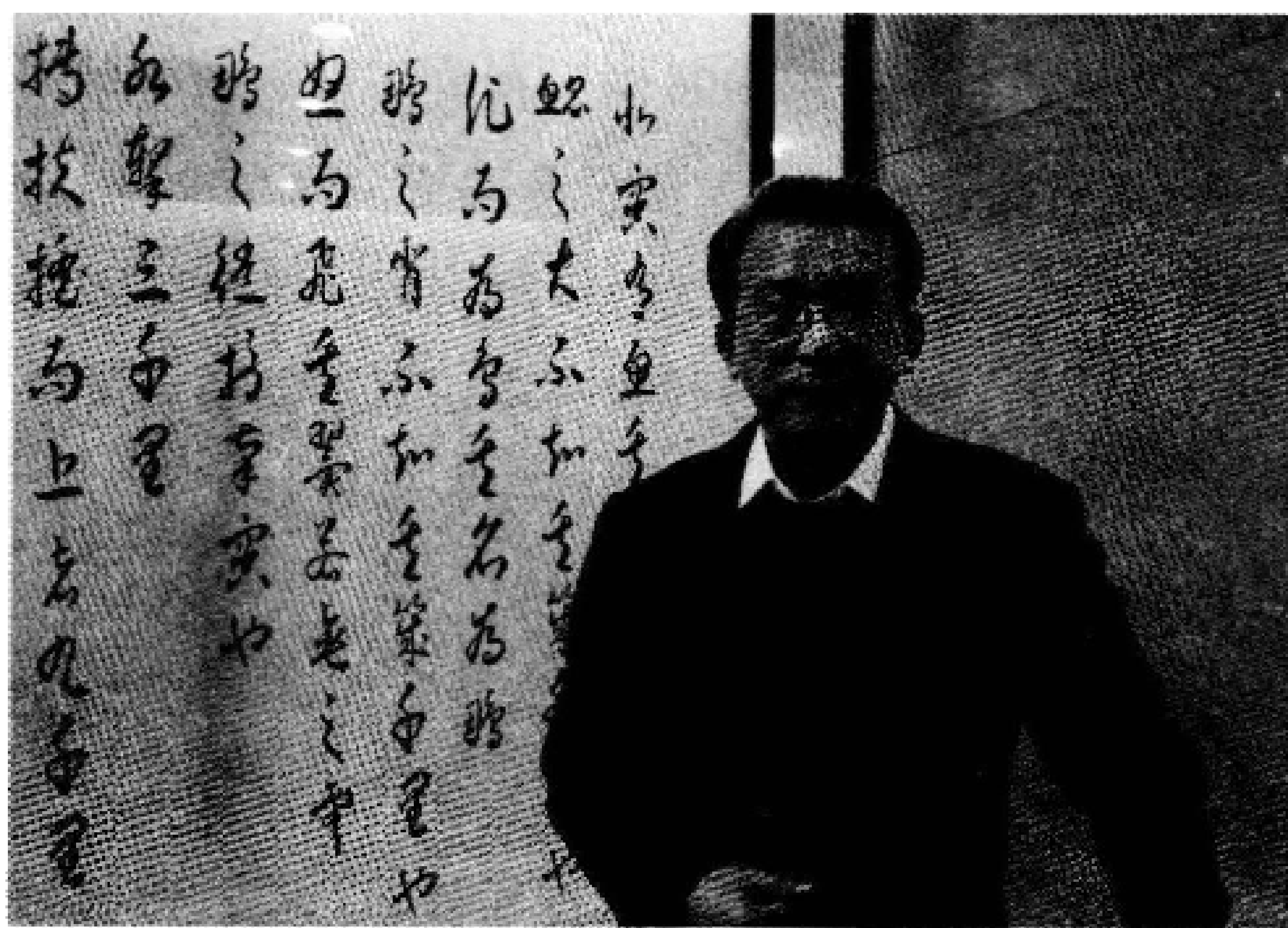
全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

调研和反复印证。他同时非常专注于空间足够大的产业、行业及公司。其捕捉、评估、投资未来的超常能力，其实来自其强大的研究体系及丰富的行业经验，并造就了其总能走在市场曲线前面的持续非凡业绩。这一点，本书中的杰出投资者江作良与之殊途同归，江作良及易方达基金团队在 2001~2005 年也连续创造了基金业的第一。

后来，华夏基金王亚伟在 2007 年、2009 年、2010 年三年均居行业第一，且自 2006 年以来每年业绩都在前列。王亚伟投资方法与黄庆和很不一样，但同样让人惊叹持续第一没有不可能。在 2006 年，我结识黄庆和后，就知道在一定阶段持续第一非常难得，但完全有可能。

过去 5 年，台湾股市是负回报；2011 年，台湾股市和大陆股市差不多低迷，首华投顾如果与台湾共同基金比，业绩仍如以往一样辉煌，5 年平均年回报达到 18% 左右。就在我们见面前，首华获得台湾资产管理牌照，可以直接在台湾管理基金，未来将在香港设立大中华基金。

上午参观完台北故宫，见识了当年国军抢过去的宝贝，下午便到了黄庆和的公司。首华投顾就在建国北路夹在南京东路和忠孝东路中间的一段。时隔 5 年，第一次见面。黄庆和与我手一握，就说，你和我想象的一样嘛。其实他和我想象的也一样。黄庆和办公室装修成现代风格，装饰得很中国，其中一幅庄子《逍遥游》的草书行云流水。时间亦如流水一样，不知不觉过去了两个多小时。晚上，整理文档时，



>>> 黄庆和在公司留影，背景墙为庄子《逍遥游》

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

一抬头，只见窗外浩浩的淡水，汇流入台湾海峡。

>·——·<

台湾投资界常青树

先回顾一下你的投资长青之旅吧。你当年大学毕业后，最开始是到了三芳化工，后来怎么就进了富达呢?

我出生于台湾高雄，1983 年 6 月从成功大学交通管理科学系毕业，入伍服完义务预备军官役，1986 年进入三芳化学公司从事市场开发和营销。1989 年 5 月，我进入富达投资在台湾基金公司担任分析师，这是我在投资行业的第一份工作。

80 年代是台湾很大的一个经济转型变动的时代。台币被迫升值，对美元的汇率大概是从 39 ： 1，被迫升到最高曾经有 24 ： 1。在这个过程里面，台湾的鞋业等制造业，以及加工层次比较低级的，全都移到了大陆去。这个也是大陆兴起很大的因素。那时所有的鞋厂，包括最大的宝成、丰泰，还有电子业的鸿海，都移过去了。三芳化工是在中游，下游全都移走了，短短一两年几乎移走 90%。

我觉得化工行业比较没有长久性，我必须要走到一个更长久的行业。那时候正好富达招人，我也不知道这是什么公司，我挺幸运的，顺利应聘进去了。他们需要产业分析师，需要在产业里面有实际经验的人，所以我就被雇用了。那时候整个制造行业已经面临往下走的趋势了，台湾必须要转型，调高附加价值。这个转型后来三芳化工花了整整 15 年才转过来，它整个暗淡了 15 年。台湾的很多上市公司也面临很重要的转型。

当时也有另一个投信公司在招人，它要的是销售，而我以前是做市场营销的，所以他们非常喜欢我，因为我远远比他们有专业经验。但是我选择了去作研究 ，做分析师。我那时候决定这条是我要走的路，作研究比较有长久性，其实销售后来证明也是有长久性。不过在投资管理业真正的核心，还是在投资和研究这一块。销售也是非常非常的重要，甚至有时候，在公司的发展上比研究还重要。

我们常常讲一个人要从事一个行业，那个行业必须是往上走，而不是往下走的，你可能把你一生的黄金时代都浪费在那里。因为整个行业往下走，那种艰苦的情形

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

你很难想象，就好像现在中国大陆的加工业、外销行业都面临着同样的问题。人民币升值，环保的成本增加，劳工的成本增加；劳工的罢工增加，各种社会成本增加，现在大陆的外销产业就面临所有的经营环境都对它不利的局面。所以现在中国大陆的外销面临跟当年的台湾一样的局面，所有的环境都急剧地恶化，不管是日资或是台资，都非常惨。现在大陆最惨的行业就是做外销的。它必须要提高它的附加价值，它必须要找到一个好的市场，它必须要非常重视产品是不是能够切合市场的需求，否则很难生存。工资未来只会更高，这次又发布了环保税，只会更高。人民币长期而言只会升值，这些问题未来在长达 5 年、10 年都不会改变，所以这是当年我会进入金融业的原因。金融投资业那个时候在亚洲也是刚发展，日本大概早台湾 20 年，香港早台湾 10 年左右。

台湾基金业是什么时候开始的？

在台湾我们不叫基金公司，基金是在投资信托公司底下，跟日本一样。台湾跟韩国是同时开展资产管理的。正式来讲是 1985 年。这两个地区很有趣，它们那一年同时决定发展资产管理。我是晚了三年多之后才进到这个行业来的，那个时候都已经发了两三只基金了，他们需要更多的人，所以把我招进去了。富达在台湾，是跟国民党官方主导的中华证券投资信托公司做的。所以他们第一阶段已经建设好了，接下来是扩充的时候，我就是那个时候进去的。

我不是台湾资产管理行业最早成立的时候就进去的，但进去后一直到现在为止，还在作投研投资的，还在第一线走的，只剩下我一个。很多跟我同期，或是晚我一两期、或是晚我四五年进来的人，他们早就转到行政工作上去了，退到幕后去了。所以这个行业有时候环境是很恶劣，如果你没有一个非常好的历史业绩，很难站得住脚。你一定要是一个几乎每一年都不输给别人的人。如果你一直在前面的话，时间只要拉长两三年，你就会一直都是第一名。像我个人的绩效当然每两年都一定在前面的。单一年度我们不可能总是第一，因为市场波动太大了，但是只要考核期大于两年，我们几乎都是排在第一。如果是三年以上，毫无疑问我们一定是第一。所以只有依靠这样的历史业绩，你才有办法在投资世界里站稳脚跟。如果经过 10 年、20 年的业绩考验，或是 30 年，你大概就有一定的市场定位了，大家对你的绩效会认定，没有质疑了。

所以我们常常讲，做资产管理的人如果能够真正稳定下来，有自己的投资理论、

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

系统大概要30年。我是28岁进这一行的，我到58岁差不多就30年了。那个时候你可以处理几乎所有的状况，而且能够做得更好。那个时候同辈很多人都已经将近60岁了，你旁边的朋友都是公司经营者、董事长，也都很有成就了。随着你的经验不断地增长，到那个程度，你要看一家公司行不行，一个行业行不行，差不多都能判断了。所以这个过程我觉得很自然，像他们年轻人都希望进程快一点，但有时候这是你的年龄跟你的周边环境的问题，你要跟着一起成熟才可以。我们现在去拜访公司，都是总经理或是董事长来跟我谈。对年轻人，我现在反而是希望他们扎实点，慢慢去教他们做基础的工作。

富达的体系好像是研究员要作不同行业的研究，最后才去管钱。从当时来说，你管钱的速度还是比较快的。你1989年进去，很快就开始参与到这个投资团队了，是不是？

我是经过3年的基础研究以后，就开始担任副基金经理的。但是我负责的还是属于股票选择，当时选股工作几乎都是我在做。后来，我还要整合其他的分析师一起来做，但是我并没有放弃研究的工作，我是分析师兼投资经理，这个过程我做了3年。1992年、1993年，我作为副基金经理在台湾基金排名同类型基金绩效第一。

后来我离开富达，到元富投信上班。元富投信现在叫保德信投信，它已经卖给保德信了。到元富一两年之后，我算比较崭露头角了，我们的基金连续两年排行第一，叫金满意基金。

台湾的基金大概有史以来连续两年都拿第一的，就是1996年、1997年我管理的基金。大陆华夏基金王亚伟好像也曾经两个年度拿第一。但台湾只有这个。现在15年过去了，还没有一个基金可以连续两年拿第一。当年它创造了很辉煌的纪录，道琼斯当时有一个报道，列出了全球过去两年业绩最好的前五名基金，我那时候是名列第四，前三个都是俄罗斯基金。1996年、1997年俄罗斯是被炒得很高的，涨10倍，然后隔一年跌了95%。我在管理期间，台湾大盘指数上涨72%，金满意基金上涨280%。

1999年我到台湾的统一集团工作，任统一证券投资信托公司执行副总经理兼资深基金经理。在此期间我和我的团队还获得的奖项包括：

2001年，渣打全球基金奖“一年期 · 台湾股票型 · 杰出基金奖”；

2002年，第五届金钻奖杰出基金经理人奖；

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

2003 年，标准普尔台湾基金奖“三年期 · 台湾股票型 · 杰出基金奖”；

2003 年，第六届金钻奖杰出基金经理人奖；

2003 年，第六届金钻奖 “三年期 · 上市股票型 · 一般类股 · 杰出基金奖”；

2005 年，标准普尔台湾基金奖“五年期 · 台湾股票型 · 杰出基金奖”；

2005 年，第八届金钻奖“五年期 · 上市股票型 · 一般类股 · 杰出基金奖”。

另外，从 1999 年年底到 2004 年年底，台湾大盘指数下跌 27.33%，统一统信基金上涨 51.4%，我们是五年期绩效冠军。总的来说，我们做中长期都是第一，包括公司、团体、个人的绩效都是综合第一。

你的业绩基本可以说是完美了，从副基金经理，到后来做基金经理，再到后来做投资总监兼基金经理，长期、短期第一拿了这么多。

作为一个被雇用的专业基金人，我的业绩一直很完美。我走了之后，这五六年统一投信也都保持得很好。包括现在台湾最红最好的大满贯基金，张继圣，他已经管了基金快八九年了，目前为止一直是台湾最好的基金。如果问起张继圣、大满贯基金，在台湾买基金的几乎无人不知。当然他没有像我们以前那么红，因为现在基金很多。但是他是首屈一指的，他原来是我底下的分析师，这个我是觉得很欣慰的。所以我在那边做的工作是打下了基础，我在这方面花很多心血去建立制度，然后去要求他们照此执行。

2006 年 9 月，我自己创办了首华投顾。算起来我离开统一投信的时间比我待在那儿的时间长一点。这 12 年来，它一直很有战斗力，在台湾业内只有十几年而已，但现在在台湾已经是首屈一指的基金公司。

捕捉未来、评估未来、投资未来

你的投资业绩可用耀眼来形容，并且持续性非常强。你的核心竞争力是否就是你所说过的“捕捉未来、评估未来、投资未来”？比如说 90 年代初的时候，你当时觉得工业原料、塑料、尼龙有大机会；90 年代中后期，你看到了信息技术产业在台湾的兴起；2003 年你对航运和周期性的出口外需类板块的把握，等等。

是这样的，全球、台湾、大陆经济的形势我们都抓得很紧，我们也看得很准。比如现在是 12 月，其实钢铁的情形我们大概在 8 月、9 月就判断它一定会快速往下

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

走。往下走会产生什么有利于攻防，什么不利于攻防，你就必须在整个事情还没有发生的时候就作好研究了。要这样做才有办法预测。等到事情真的发生的时候，你只要作小幅修整就可以了，它已经在囊中。

你要能够看到未来。你已经知道要发生什么事了，已经作了很多准备了。你事后去追，投资绩效一定都是落后的，因为股票一定要考虑未来的。所以我们在作这些研究的时候，是可以让我们上市公司的老板畏惧我们的，因为他的秘密都被你看清楚了。你必须比在这个行业里面待了20年、30年的实业老板，更早嗅到那个味道，然后你已经做了很多事，但是我们不可能像他们那么熟悉这个行业或是产业的实务。

行业大方向你比他们前，但具体的日常事务他们比你专。

或者机会来的时候，我们跟他们同时嗅到了，这个也就够了。然后我们就可以有足够的时间作研究，整个事情怎么走，我们都可以跟得上。一个行业要上来的时候，我们就买到底部的股票，上市公司老板就不一定每次买到底部的股票。我现在要求我的分析师的嗅觉就是要这样。

但这种嗅觉是不是一般人很难复制？你是如何培养这种预判能力的？ 你早在1991年、1992年、1993年那时投尼龙及原材料股已经是这样考虑了吗？

那时候我还没有这个功力，在富达的时候我是跟在后面，在它已经起来的时候，我们发现已经不对劲了，才跟的。现在我们的做法是我们要做得更靠前，我们有能力做到，它还没有起来，我们就已经在观察它什么时候会起来了。像最近台湾车市已经复苏，我们之前就已经观察它5年了，就等着它复苏。道理是一样的，等到它复苏的时候马上就觉察到了。你只有这样做才有搞头，如果你做得很好的话，当然也是不错了。我们不是上帝，也不是神，永远不能做得那么完美。但是我们的经验，以及我们正确看未来的经验，是可以训练成为这样的人。

现在我公司的分析师很幸运，因为能够走到这一关这样看的人，我们全亚洲大概没几个，全世界没几个。我现在教他们的时候，就是让他们直接跳过当年我摸索的过程所浪费的时间，直接教他们怎么去看问题，怎么去想问题，这个行业到底出现什么样的征兆，是我们必须要去追踪观察的，我们必须要在前面就堵住了，在前面就已经知道它要发生什么事了，你的投资才会犀利。我们也不跟踪所有的事，我

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

们人也不多，很多东西我们没有紧密跟踪。我们不可能知道所有的事情，但是这个不是我们主要的问题。有些事情发生后我们才去跟踪也可以的，但是弹上来第一段的时候，我们就得知道发生什么事了，这个也可以，因为后面还有很长。

比如在大陆，我们会针对我们很有兴趣的行业，这些行业在台湾我们已经摸得很熟了，我们一开始就一直盯着，每年都在拜访它。我们每年都问它基本的数值，每年都看它的市场怎么样。当然大陆投资业的市场发展可能还没有到这种程度，你们作研究还有一段很长的距离。我们是作未来的研究。这个观念很重要。

我很受你投资未来的理念吸引，更感兴趣你的投研方法是什么。

所以你要知道研究是作未来的研究，不是作过去的研究，也不是作现在的研究。

我已经把我怎么样去捕捉投资机会都讲得很清楚了。要作未来会发生什么事的研究，你要先定几个假设，再看这种假设有没有办法成立。有的话，机会就来了，就挖到金矿了。需要很多的产业经验，你才知道这个事情可以做了。但是这不是偶然，我们中国人常常讲机会财，说是运气，这个不是。投资机会不是，是分析出来的。

1990 年的大陆处在改革开放的关键期，蓬勃发展的加工业需要大量的初级工业原料。同时，随着原苏联的解体，一些从苏联脱离出的国家和东欧国家对尼龙的需求也大幅增加，雨伞、帐篷等生活用品都要用到尼龙。当时，台湾股票市场从 12 000 点急速崩盘到了 2 000 点，正处在谷底反弹阶段。我入行做分析师才两年，但我看到了工业原料行业复苏的机会，买进了大量这类股票。1991 年台股大反弹中，工业原料股涨得很快。我所在的富达台湾基金绩效非常好，1992 年、1993 年，富达台湾基金排名同类型基金绩效都是第一。

在 1996 年的前三四年，我已经看出台湾的信息技术产业即将成为世界级的 OEM 中心。领头企业包括鸿海（富士康的母公司）、台积电、台达电、华通，等等，是当时我主要持有的股票。受到美国产业方向不明影响，台湾的订单在 1995 年衰退了半年，这期间股价出现了很大的跌幅，所有的基金经理人都杀出了这些优良企业的股票。那时我已在元富投信出任资深基金经理，我持续买进这类信息技术企业的股票，股票越跌越买。半年多后，产业低迷期结束，股价上扬，金满意基金成了 1996 年、1997 年最大的赢家。

当时我投资最成功的例子是联强，联强在 1996~1997 年两年间建立了一个非常高效率的通路系统，这个创新举措使得台湾地区乃至亚洲的通路领域发生了全新变

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

革。该公司的股价也在两年里上涨了17倍。有些人注意到了联强，但是并没有注意到公司将是大中华地区甚至是全亚洲最有效率的通路。

鸿海是一家快速成长的公司。这家公司曾是1993~2000年我们非常重要的投资对象，我们基金是该公司坚强的拥护者。我们当初看上鸿海是觉得它是蛮有竞争力的小型公司。当台湾的信息技术产业成为美国计算机巨人康柏、IBM、惠普的合作伙伴时，鸿海很聪明，积极与康柏合作，因此赢利状况非常好。即使1995年信息技术产业景气中断，鸿海股价跌得很惨，我们的基金也很惨的时候，我们也没有舍弃它。等1996年产业恢复过来，鸿海股票涨了10倍。

有人说，2003年你们是全世界最早捕捉到船运市场大机会的?

2002年，从住宅，从外销的钢材，从中国造船业的兴起，我们知道所有需要用到钢的行业都兴起了，而且成长幅度都超过25%。大陆的海尔电冰箱也要用到冷轧钢板。所有家电，所有用到铁的都在快速发展，你就知道中国钢铁一定会很缺，中国的钢铁需求量当年突破2亿吨。中国用钢用了8年从1亿吨突破到2亿吨，但你要知道一旦突破2亿吨就有事情要发生了。这个不得了，会很快往上冲。然后我们就找到一个关键人物，他是台湾中钢的董事长，他是老前辈了，我们请他到台北吃饭，跟他聊。他那个时候就很看好，可是他还是算比较保守，而中国现在钢铁生产是7亿吨。

然后我们就做好所有跟钢有关，用钢量最大的行业的研究，大致上我们都跑了一遍。我们都知道钢会大好，所以都去投中钢，我们不能投宝钢，宝钢那个时候股票还是停在那里，4块多，我跑了两趟它也是4块多。对我们外来的人，他们很保守，也不允许讲。所以我们就买台湾的中钢。中钢好了以后，我们开始找矿，因为大陆生产的铁矿砂只供应一半的量，而且品质不是很好，它必须从国外进口的数量会更大，假如可以投资铁路的话，我都投铁路了。那个时候大陆需要的炼钢量，它的铁矿山，大陆挖出的铁砂，24小时铁路一直在运的，所以我们知道我们应该去买澳大利亚或是巴西的铁矿石工厂。我们基金没办法投海外，所以要投哪里呢？投船，船一定是不够用的。那个时候租船的价格还没有起来，我们就开始作研究，认为船一定会缺。等到真缺的时候，我们开始慢慢买，等到大家都知道缺的时候，我们就全部压上去。我们买的时候去拜访几家船运公司，船公司的老板也不知道发生什么事了，因为我们是从上游，他们的需求端一直往下追的，他们只知道最近生意好好

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

哦，当船价开始往上冲的时候，生意好好哦！他们都不敢肯定发生什么事。后来他们也觉得很奇怪，到大陆打听之后才知道，钢铁产量一直上来，铁矿砂运不完哪。

以前所有的散装船不是只运铁矿砂，它也运木材，也运小麦、黄豆，铁矿砂只是其中一个大宗而已，后来全都跑去运铁矿砂。所以这个就是我们的研究必须作在未来，你必须从很多时代的变动中捕捉到机会，然后去做几个前提的假设，再去验证这个假设是不是成立。

台湾有些记者这样写，说全世界我们是最早捕捉到这个信息的，全世界的集团，包括日本最大的船厂、船运公司，Cosco现在在散装船方面是最大的船队，当年它们也不知道发生了什么事。这个难道是巧合吗？不是，这是我们研究的精神。任何事情以后如果会发生，不敢保证每次都捕捉得到，但有这样的研究精神和这样的观念，以后类似情形只要让我们碰到了，我们就会逮到。它不是偶然的，像这种事情在我作研究里面发生过很多次了。

在大陆其实发生过很多这种例子。在大陆过去十几年，这种机会太多太多了，讲不完。你要知道这个行业已经开始起变化了。譬如说国家政策已经改变了。1998年所有的国有企业不能够再去置地建房给自己员工，而必须外购的时候，这个改变就造成了房地产的机会来了。未来中国还是有很多这种机会。

我们作投资的，在评估未来时一定要非常专业。这个机会来的时候，如果你跟一般的老百姓一样的感觉，那就不能说是专业的人。其实这非常好玩，做这个行业挑战性很高，但也很好玩。因为你一直是一个淘金者，领跑者。年轻人现在还没有办法淘金，他们现在只能跟着淘金者的脚步去捡金子，当然将来他们会是淘金者，他们必须带他们的伙伴去淘金。

追求不确定中的确定性

在投资未来的大框架下，能否进一步介绍你的投资理念是什么，是如何形成的？

我的投资理念基本可概括为三点：第一，长期而言，股票是所有金融商品中回报率最高的；第二，投资的焦点在上市公司的经营胜过股票市场（实际经营能力、获利、长期性及发展）；第三，追求中、长期投资利益为主，短期投资为辅。

一般，考察股票和房地产的投资回报用30年的期限来衡量，在这当中，股票的报酬率是最高的。美国30年回报率显示，股票接近9.5%，房地产是7%~8%。原因

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

就是股票投资者是公司的股东，企业经营获利在前，而房地产在经济繁荣以后才兴旺起来。所以，我最近 20 年的时间一直在作股票投资。

投资的真正标准是考察一家公司中长期的发展远景。股市短期波动非常大，波浪形前进，多头时股价涨起来，空头时价格被压缩。但大多数情况下，中长期股价走势与获利成长成正比，而与股市波动关联不大。

一家公司能不能成长主要看其是否正处在行业的上升期。但产业如果是夕阳产业，只要公司能克服经营上的困难，多方向发展，一旦成功，公司及股价也会一直上行。

作研究要合理地想象，小心地求证；广泛地思考，仔细地评估；正确地投资判断，耐心地持有。赢家就是能看出并且把握住不确定未来的可确定性的趋势，既要具有前瞻眼光，又要能把握住。一般来讲，我以未来 3~4 年赢利为基础，先看中期对业绩的影响，再看长期。

你入行就亲历了台湾 1990 年大股灾，能否介绍一下当时的情形及你们团队是如何应对的?

台湾地区经济很大程度上依附于美国。1986 年美国经济复苏使得台湾出口贸易大幅增加，台币兑美元的汇率一直升值到 1989 年，累计升值幅度超过 35%。在此期间，所有台湾海外移民和侨民都想尽办法通过各种渠道把钱汇回台湾买房地产、股票。海外流入的热钱加上币值升值后民众消费力大幅提高，更繁荣了岛内经济，这又不断促使其他热钱涌进，巨大的资金到处追逐房地产和股票。

当时台湾上市公司不多，只有 100 多家。大盘就从 1986 年的 700 多点一直猛涨，到 1990 年 1 月股市到了 12 400 点的顶峰。短短 4 年多时间，台湾指数涨了近 17 倍，房地产也涨了近 6 倍。1990 年时，股市市盈率平均为 80 倍，涨得太高了。而早在 1989 年台湾当地“央行”已经开始紧缩银根，实行调控。那时股市狂涨，老百姓把心思都放在股票上，无心正常上班，造成了很大的社会影响。于是，存款准备率一再提高，利率大幅攀升，最高时上升到百分之十几，终于起了效果。不到一年时间，1990 年，台湾股市泡沫破裂，股指一路下跌，7 月、8 月指数疲弱地反弹了一次后继续下跌，最后跌至 10 月的 2 485 点。

富达管理的台湾基金在 1992 年之前的 6 年时间里，一路跟进，年复利率为 24%，表现非常突出。这一段期间经历股市 1 000 点到 12 682 点，又重跌到 2 485

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

点，而后回到 6 000 点附近。

在股市疯狂上涨时，因为我们老板陈少杰是富于经验的基金经理人，他非常小心，股市涨到 9 000 点时，他认为股价太高，开始采取保守策略。12 000 点时，我们把基金的股票仓位降至 50%以下。台湾股市泡沫迟早要破裂，我们随时准备在崩盘前夕及时抽身。所以台湾股市崩盘对我们的富达台湾基金影响不大，很多跟到最后的基金都蒙受了很大损失，只有我们的基金是例外。

陈少杰是富达从新西兰请来的一个有名的投资经理。他给我最大的启发是价值评估。我刚入行就学如何卖出股票，这是比较专业的技能。有些卖出股票的技能是跟陈少杰先生学的。

我们在价格上涨的时候逐渐卖出股票。一般是在市场非常热烈、价格很高、成交量很大时，我们就会逐渐卖出很贵的股票，但最重要的仍是判断其股票的内在价值，才能判断贵贱。

你与一般杰出投资者不一样的是，短期业绩时不时第一，而总能保持数一数二的中长期业绩。你认为你的理念与巴菲特、费雪以及同样来自富达的彼得·林奇有什么不同?

基本的估值方式是一样的，这里不讲我们是怎么样进行估值的。我跟他们的方向或方法不一样。因为他们的国家跟我们台湾地区不一样，他们的国家很大，而台湾地区很小，我们必须去寻找机会。巴菲特就是捡烟屁股就可以了，他基本上的方法还是捡烟屁股。

第一是捡烟屁股的，第二是他投资的大多是一些缓慢变动的行业，我是把握一个行业要起来的趋势，而且这是个很大的趋势，不是一个很短期的趋势。

理论一样，但是方法不一样，因为我们是不同的环境。我们台湾的股票市场的形态跟参与者各方面也都大不相同。台湾是外向型经济，必须要把它的东西做好，卖出去。它不像美国，或是将来的中国大陆。将来的中国大陆也会像美国，大陆会有 70%、80%都是内需式的，现在只有 50%左右而已。像日本，日本外销很多产品到中国，可日本有 78%的国内生产总值是由国内的生产值来创造的。德国人低一点，是 75%，法国是 80%。它们其实是让国内的需求来支撑它们整个国内生产总值的成长。美国大概也是不到 20%，80%是内需，外销贡献的产值不到 20%。但台湾地区不一样，我们台湾外销还占百分之四十几。所以形态是不一样的。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

菲利普·费雪本身是成长型投资者，对我的影响很大。我很早就学习这些投资大师的书，包括《金钱的主人》、巴菲特、费雪、彼得·林奇的。喜欢未来是我和沃伦·巴菲特的相同之处，不同之处是他喜欢确定性而我喜欢不确定性，因为我相信不确定性带来的回报要高些，我追求的就是不确定性中的确定性。

我进富达时，彼得·林奇还在，他过了一年多才退的，他退了之后跟公司还有一些联系。

我觉得很自然，假如你是一个头脑活络的人，这些前辈投资的经验，你可以吸收，但你可以做出跟他们不一样的东西，可是结果会一样棒。采用别人的方法往往不是一个好的方式。很多道理是一样的，但是面临的环境不一样。你要是拿他的来做，你绝对到处碰壁。而且你去投中国大陆的话，用那理论，因为中国大陆还不成熟，一定是死，绝大多数情况下一定是做不好。你要做的是吸收他们的理论、估值、核心价值这一块。

你评估股票认为成长和价值是一致的?

是的，二者同为一体。评估股票未来成长性的最后阶段必须转化为衡量内在价值。比如我预测一家公司未来 3 年或 5 年可能增长 3 倍，那么我们就要计算假如事实成真，它的股票现在该是什么价格。我主要是根据企业的增长前景来估算目前的价格是高还是低。在评估公司未来发展中有很多变量，所以必须研究这些变量可能的变化，并跟踪企业发展作出相关调整。

你总是能抓住市场的大的主流趋势，而对个股具体而言，你选股有哪些标准?

我们投资的股票大体分三类：

一是估值偏低，但竞争力第一的优良公司。在一个高速成长，比如年增长 15% 的行业里，由于暂时的不景气而导致不被大家看好，但是未来成长依然可以预期的相关股票。

二是成长机会出现的产业和公司（市场、科技、研发）。比如台湾的信息技术产业和新兴行业，可能是规模很小但是在竞争中处于极为有利的战略位置的企业。

三是景气循环落在谷底，长期趋势向上的公司。行业景气周期循环显示，局势对公司的成长极为有利。比如钢铁业，投资者可以从很多方面的信息知道该行业的景气周期就要到了，相关股票就可以充分关注。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

一般以下四类情形，我们不投资：一是信息不对称，因为这样将使我们处在被动挨打的不利地位；二是整个行业处在衰退的情况；三是股价偏离价值过高的时候；四是诚信不佳的企业。

你说过一句话，你赞成主动投资，只有主动投资才能产生优秀的业绩，投资的挑战就是业绩要优秀。

对。但是你在大陆，大家犯的毛病倒不是主动的研究跟主动的投资的进取性，这一块是可以的。可是价值评估这一块是不够的，因为大陆企业治理或者说管理者的诚信是一个问题。管理者的诚信遭受质疑的话，这家公司何来价值，何来长期的价值？你不知道他会把你带到什么地方去。大陆在金融监理（监管）这一块是要跟台湾多学习的，台湾这方面已经慢慢上轨道了。对于上市公司，必须从整个会计制度、会计师这一块的监管多管齐下，而且老板是不能够随便动用公司资产的。如果动用的话，连会计师都要一块儿被惩罚，国家的刑法、社会的舆论都要齐头并进。大陆现在还没有这样做，但是我相信他们知道这个重要性，否则股民永远都没有保障。

大陆的基金经理，大陆的研究员，我想都有很好的主动精神。可是在估值这一块，我觉得还没有形成让他们可以去评估的环境。他们觉得评估出来的东西是有道理的，可是当他们按此去做时，总是觉得成绩不够好，这就非常不利于行业健康发展。大陆之所以会面临这种情形，是因为社会还没有成熟起来，还有整个法律制度和金融监理是不够的。可是将来有一天肯定会成熟。就像台湾有句话：我会老，你会长大。对不对？你们早晚有一天会很有经验，而我们早晚有一天会老去，都是一样的。

从台湾看大陆经济的未来

我们大陆读者及投资者，对台湾经济政治还是很感兴趣的。一个国家或是一个地区，到了一定程度之后，它未来的发展会走向一个什么样的经济，走向一个什么样的时代；台湾经济经过了起飞，未来会是怎么样的？对大陆有什么借鉴意义？

台湾市场太小，这一块不见得要参考台湾，你可以参考美国，参考日本。台湾地方政府这方面做得并不够好。在开放自由竞争的时候，它其实做得不够好。日本也是开放做得太晚，这十几年才开始做，它把握国内把握得太厉害了。将来要开放

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

国外的产品进来，慢慢逐步开放，这个秩序跟制度是要建立起来的。

台湾这 20 年来都在政争，但是它也一直在做，它也有一些成绩，但是没有全面进行，比如说银行这方面做得不够。台湾的银行到现在还爬不起来，它管太多，它没有去作自由竞争。它 10 年一直在做，可是很多既得利益者会干扰它，所以台湾一直到现在还是在进行时当中，它造成了太多后遗症。

要叫我去当官，我不想去。台湾的官是官不聊生，做官的一定要作好为国家抛头颅洒热血、一无所有的打算。还没有到那种需要我黄某人去抛头颅洒热血的时候，我们现在是民主时代，不需要那么激进。

台湾的民主 20 年来也是进步了。以前我们开放 10 年觉得苦啊，可是这几年我觉得进步非常多，它是一天一天跳个层次。大陆民众对台湾的民主认识很浅显，只停留在过去的影响。台湾整个社会在各个方面，环保、民生、卫生，这几年一直跳上来，没有经过那个痛苦的十几年，不会有后来这个美丽的成果。现在已经开始要对司法制度改革了，台湾的司法以前是掌握在执政者手里，我觉得接下来 10 年，司法会变得开放。那些法官、检察官，那些作威作福的、骑在人民头上的人都会被砍下来。接下来 10 年会是这样。经过那种痛苦的过程以后，接下来慢慢会享受到甜美的果实。你记住这句话，10 年后你会说："对，你讲对了。"为什么我讲对了？因为我们看未来的嘛。我们所做的事情都是针对未来的。我们以前说干吗搞民主？痛苦，乱得要死，台湾没个方向。20 年了，台湾很多方面可以看得很明显，老百姓的意愿可以得到充分的关注。在台湾现在民众的意愿 80%以上已经可以得到充分的关照、关心，政府会拿钱出来帮助你，完成你的心愿，已经到达那种阶段了，所以挺不错了。

20 年的辛苦，那么多社会资源的浪费，那么多的纷争、抗争，那么多社会的不平静，开始得到正常的回馈了，人们已经当家做主了。我觉得这在中国的历史上会书写伟大的一页，不要再看过去，台湾一天到晚立委打架，其实立委已经很多年没打架了。我认为大陆势必走向民主，10 年后你也可以遍地丢鞋子，丢袜子，那是一定的。可是再乱个十几二十年的时候，便会开始回馈了，民主的价值，人性、权利、人权就会慢慢回馈回来，你就会觉得，这条路走过真是辛苦，可如果你不走这个辛苦的路，就永远到不了那一端，这是一定的。这也是我们刚才提到的，当然基金没有必要扯到政治。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

大陆是人民政府主导的经济，就是前30年尤其是过去20年基本上政府主导的经济，成就巨大，但现在也有人担心未来的后续力的问题。这就是为什么我要问你台湾有什么可借鉴。

大陆未来10年后会有很明显的改变。对比美国这种大地方，台湾这种小地方，我们会看到将来大陆，最多10年，它会走向一个自由竞争的时代。因为在政府指导下的建设，差不多在10年后就不需要了。所以最多10年，它要开始变得有秩序。这10年它必须扮演一个很重要的角色。它要有秩序地建立良好的制度，开放竞争，让从业者在任何一个行业，包括银行，在一个有良好制度的环境里互相去竞争，这才是国家跟人民之福。政府接下来10年是要这样做的。政府必须要让各行各业都在一个有秩序的、良好的制度下，对社会、对环保、对国家都能够有所保障的情形下进行完全的自由竞争。将来政府一定要这样做，如果没有这个观念的话，就糟糕了，会造成很多资源的浪费，会造成很多投机取巧的行为。因为在自由竞争的环境下，很难投机取巧，大家各凭借实力。可是这个过程里面需要花10年的时间把各行各业的竞争法则制定好。这样大陆才会有希望。如果专门设卡，保护扶植国内的企业，反而不利。大陆经济发展到这一阶段，经济方面的大多数问题可以逐步开放，其实是不用保护的。譬如说粮食市场的竞争是可以把制度赶快建起来的，而不要说睁一只眼闭一只眼就算了，或者是干脆开放给西方，让其弱肉强食，这是不对的。它必须要把很多的方面，比如说反托拉斯法建立起来，早点做。我们越早做越好，会让我们中国资源的使用跟社会资源的公平性越有效率。

这10年时间能过渡得过来吗，还是会更长时间？台湾都花了20年时间过渡。

政府头脑很清楚，他们底下的官员很厉害。他们肯定会赶快把10年该由政府主导的工程、建设先主导完了，它有点太急，现在有很多国内经济学家说它太急了，政府的投资占民间的投资太大，从经济学角度看它会排挤在民间的资源。

所以这方面它将来会越来越少了。它很急，把公路、铁路、航空，把该做的赶快做完了，之后就会慢慢退出了。政府部门在民间的经济活动的角色会慢慢退出。

是它主动退出还是市场会让它退出？

它会主动退出。因为它知道它把硬件的工作做完了，软件的制度做完了，就应该让你们自己去竞争。这样将来大陆的产品才会称霸全世界，因为在激烈的竞争中

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

生产的产品才是最好的，这个国家才会有未来。它一定会主动退出的。这段时间它又回来了，金融危机时它又踏进来了，踏进来了之后，再经过一段时间它就会全面性地退出。这是任何经济理论，任何的经济实务里面都证明过的一点，政府的干预如果是长期的话，绝对是造成不进步，造成停滞。可是基础的东西是必须由政府来主导、来建立的。

万一政府不退出怎么办呢？

它会退出的，不然就让我去当首席经济学家好了。

现在民间对这个不是很有信心。因为民间只会看过去，没办法看未来，没办法看到整个情形，政府把一切的公共设施建好了，还有软件制度建好，它一定会退出的。

现在是这样的，比如说假设你是中国的财政部长，或司法部长，我们私下谈的时候，大家每个人都明白，都希望最终是这样。但是有可能当政府拥有足够权力的时候，它又不愿意交给人民了，不愿意交给市场了，因为这样做有足够的寻租空间。

所以中国的领导者，只要有这样的智慧，不能也不会被利益团体包围。他还有足够的力量，去走正确的路，没有人可以包围他。这条路我们认为他是会走的。国家的力量，政府的力量会逐步地退出民间的竞争，这是未来中国的康庄大道。当然会有一些既得利益者不让他退，这个不会得逞的，很多方面已经在退了，看到有成效的时候，就会退。只是这个过程是快还是慢而已，一定会退的。

看看历史的选择，到时候我们过 10 年回来再看。

不见得 10 年后要完成，但是 10 年已经能看到这个事情。

那时候大陆就会走上经济发展的康庄大道。因为它必然要让民间自己去竞争。政府要完全退出，在后面收税就好了。他不需要介入，一介入的话，就像介入别人家庭里面的事一样。家里的事纷纷扰扰、千头万绪，媳妇跟儿子之间吵架，最好爸妈不要介入。经济活动也是这样，不要介入，在旁边看就好，需要你去引导了再介入。比如说先进技术，需要你去引导，去塑造，你就有必要去塑造环境。台湾之所以那么先进，就是因为政府只能够做一个指引，然后看业者需要什么，它还是希望你们自己竞争，因为在竞争里面你们要迅速地成长。像小孩子一样，你从小溺爱他，倒不如让他自己发挥自主性，这样进步是最快的。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

看好中国消费、医疗服务与环保产业

台湾过去二三十年时间，虽然是面临各种冲击，但是一些外向型产业在我们看来，发展得很不错。你觉得大陆在从外需转向内需主导的过程中，哪些产业非常值得关注呢?

很多行业都会不错，比如环保。环保这一方面我昨天看了南京市决定要效仿台北市。所有焚化炉建造管理跟垃圾的清运，也是商机，我们就有投资这种公司。台湾也是最近十几年才成熟到可以做一个大公司。

大陆如果有很好的垃圾处理、清运、环保方面的公司，也是可以投的。这种公司有个很大的好处，像台湾这种，它的形态是自然形成的，它的收益是很稳定的，因为它都是跟地方政府签约的，它每年多少费用，给多少都是很稳定的，是不会受金融危机影响的。我们那家公司是在金融危机时发现的。它是几年前很多家公司合在一起组起来的，它2008年还在成长，只是成长得不那么快而已。它作垃圾的清运，做了很多项目。跟BOT新建焚化炉以及焚化炉的管理，它有很多的项目，看各地政府的需要。在大陆这也是可以做的生意，因为这种公司就是纯环保费的原则，是有保证收益的，除非地方政府倒闭，或说它不付账，民主国家政府不可能不付账。

大陆政府一般也不会不付账，它可能就是存在拖欠问题。不能拖太久，被拖一年都没关系，我说它是很稳定的。因为它是政府要执行地方环保卫生，它必定要花这个钱的。所以这个生意是很稳定的成长，这是好行业。在美国这种行业可能都会让黑手党把持。美国太自由了，因为它太崇尚自由了，它的自由经济已经持续了200年，所以这一块是民间来做的。

有关环保、健康保险、医疗服务，大陆现在都是或者完全没做，或是做了但做得零零散散，这都是未来的新兴行业。包括大陆最近负面消息较多的衣食住行，都有很多改善的空间。还有很多东西有改善空间的，这里面有很多商机。另外，种树、环境、保健、水利、卫生、医疗，这些都是值得关注的，只是大陆不太开放，不然台湾的医院都可以赚很多钱了。整个医院的管理、医生的管理、卫生的管理、医疗制度，大陆都没有开始，台湾在这方面做得还是有很多缺点，但是大致上已经不错了，台湾的健康保险是全世界最进步的。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

健保是指医疗健康保险？

健康保险，台湾是全世界最进步的。我想大陆也是拼命想学这一块，可是时候还没到。台湾健保还有很多的缺点，比如说很多人到海外住，然后回到台湾来，就来缴一下钱，缴一两个月，然后就花了几十万的健保费，这个现在慢慢改进了，但是还不够完善。此外医药这部分太紧了，使得很多已经被证明过的很好的药，没有办法在台湾开，老百姓要自己花钱。另一方面也还有人滥用药物，很多老先生每天都到医院去报到，每天都领很多药。

很多大陆人移民到台湾来，通过嫁娶，等等，他们都很羡慕台湾的医疗。品质好，医生的素质又不错，因为台湾以前最好的人才都跑到医科去了。所以绝大部分的人到大陆去工作了 10 年、20 年之后，养老还是回台湾。一是因为天气暖和，二是因为医疗体系完善。你生了病，哪怕是癌症之类的，也一定会受到很好的照顾。这个是大陆做不到的，在大陆如果穷人得了癌症，那可惨了，倾家荡产。台湾早期像我们，一二十岁的时候也是一样，得了癌症，一家人全部倾家荡产，家破人亡。

现在这个医疗保险中间应该说是商业保险公司有一定的补偿？

保险公司可以支付。可是现在在台湾，保险公司只是当做辅佐，因为健保就覆盖掉一切了。我下了决心要出来创业，是因为我父亲的过世。

我父亲是一个非常勇敢的人，他们以前经历过“二战”，幸运的是没有死去，回到了家乡。我父亲过世的头七（我们中国人讲头七，第一个七天），我就在灵前跟我父亲讲：我是不是没有勇气了？我说我要出来创业。我父亲住院 4 个月，花了 200 万台币，其实我花得起，可是你知道最后我花多少钱吗？我只花了挂号费几百块。整个费用单据都是由健保局支付的，200 万台币。

他 4 个多月都在加护病房，昏迷不醒。一般老百姓怎么付得起？我们额外付了几万块，是因为给我父亲买了特别好的营养品打针。200 万啊！这是 6 年前的事情。在大陆医疗费比台湾更贵！那不止 200 万台币，就是不止四五十万人民币！像他躺 4 个月，搞不好要花七八十万人民币，一般的老百姓怎么花得起？我花得起，可是我根本没花钱。所以我觉得台湾的健保是非常好的。假如你没有碰到这个情形便罢，如果碰到你就知道了，很惨的，到处借钱。所以台湾基本上不需要民间的保险了，官方健保就覆盖绝大部分了。以前没有健保的时候（20 年前），在富达的时候，我做手术，我们政府的劳保只付基本费用，其他昂贵的开销由民间保险公司来支付。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

那这个费用最后是谁承担呢?

老百姓一起来承担。我们的健保费很高的，像薪资工作者如果薪水 10 万元起码要缴 7 500 元健保费。其中他们自付三成，公司付六成，政府负担一成。

这个费用不是被保险公司收走了，是缴给政府的健保局。在美国是由保险公司来覆盖这一块的，可是在台湾是由健保局来覆盖。奥巴马，美国的民主党都称赞台湾的健保制度，他们说要改革，就是朝台湾这个方向来改革，所以美国现在也是要做了。

来之前我看了台湾保险业发展的历史，觉得台湾的养老制度和健保制度兴起，对保险业有很大的促进作用?

对。台湾的民间保险率是很高的，好像每个人平均都有二三份保单。

消费方面，2007 年当时你提过茅台酒，还提过大陆的大卖场会很好。

因为中国将来很大部分是要靠国内的国内生产总值来成长的。

关于酒类生意，我建议，康师傅如果这个股价可以投资，它必须要去做一个行业，就是做酒。它不做酒的话这个价位就太高了。酒这个行业，历来全世界都一样，都很高。所以卖酒的生意是最好赚的，那是数百倍的利润。此外，说酒是 30 年的，其实不是那个酒放了 30 年。茅台酒可能是只放了几年，不然哪有那么多 30 年的酒让你喝，早就喝光了。

我听说过一种说法，可能不准，30 年的意思就是酒中有 10%~20% 的比例是 30 年的，剩下一部分有 5 年的，1 年的，是这样的。

有不同说法，不管怎么样，30 年的部分就是只有一点点。这个生意多好做啊!

中国在娱乐方面的发展也还不成熟。中国人目前还急着赚钱，不知道享乐。

已经开始了，电影现在在中国很火暴。

正常的娱乐事业也是可以有很多开发，比如健身器材，我觉得都有发展的空间。所以还有很多生意可以做。二十几年前我去大陆很少看到胖子，现在不是胖子的很少，所以是吃东西吃得不节制。可是将来一定会节制，要讲究健身，会讲究怎么样吃得健康，所以健康食品我们也是很关注的。

所以我们又回到原来的题目，大陆有什么行业可以做，那个行业都是可以投的。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

但是这些行业比较零零碎碎，发展情况也不一样，必须要很细心地去寻找相关公司。

你刚才说种树，是什么意思？

文化上我是比较倾中的。我以前有个心愿，我想将来如果我有钱，我要去大陆种树，这个锦绣河山该有的树都被砍光光，我去大陆，看到地很大，但是树太少。现在大陆很多有钱人，比如王石他们，都在华北种树了。

可以去承包种农田呀，在大陆可以承包一片荒山或农田，应该对台湾同胞开放吧。

我们就是专门植树，因为我们华北树太少。我们所有的建筑几千年都是砍树来建的。我去大陆玩的时候，就觉得大陆树种太少了。我去大陆种树不要钱，这是百年事业呀！几百年下来，大家都去植树，又会变成美丽河山了，不然中国会变得越来越丑。我去云南的时候感到奇怪，照理讲云南应该是一片森林，一看，光秃秃的。国土要美丽，还是要很多树，山川的保育，河流的保育，这个都需要政府来做。黄河要治理，长江要治理，这要几百年的努力。我讲的是慈善事业，不是为赚钱。

但是也有人担心，中国已经发展了30年时间，像日本发展30年时间，现在可能房地产泡沫也很重，以后增长会碰到一些新的瓶颈或者问题，会停滞一段时间。它这个调整的路程跟着国际的调整会比较长一点。

中国政府在房地产方面的管理，早在八九年前，我跟我们公司基金经理去看的时候，就替中国担心，因为它没有良好的房地产政策，也没有良好的制度跟规范。所以那是一段暴利的时间。我们不知道政府有没有做到真正的规范，因为这一块在中国比全世界都复杂，因为这涉及地方政府的税收跟利益。所以政府要做的是建立一个非常好的制度。也就是房地产商能不能得以合理的发展，地方政府有足够的税收，整个房地产政策对社会公平又能够兼顾。在“二战”以后全世界每一个制度都不同，在德国一半的人没有买房子，因为他们的房地产是比较兼顾社会利益，可是这种兼顾又有点太社会主义，不见得是最好的制度。

大陆是可以从现有的日本、中国台湾、美国房地产泡沫中吸收经验去建构一个良好的社会，不要再头痛医头、脚痛医脚了。美国这次金融危机也是房地产泡沫造成的。它如果做得很好的话，我不觉得房地产会没有希望，或者房地产还会像以前一样肆无忌惮地发社会财。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

这 10 年，大陆房地产是在发社会财，是不应当的，是暴利的。所以这个问题要赶快解决，因为已经有很好的方式去解决了，怎么样刺激房地产政策，包括台湾实施所谓交易税，这个方面其实都有很好的方式作为参考。

台湾有物业税吗？

有。现在开始实施了，叫奢侈税。有一个叫财产交易所得税。只要买进来两年内房地产的交易要课以 10%，一年内交易是 15%。我觉得这个方式还不够周全。它会禁止炒作，它会急速地冷却市场。我卖给你，不赚钱，还要被扣 15%。比如我买进来成本是一亿，我卖给你的时候，亏了，还要交总价的 15%。所以大家不敢乱转移房地产产权，这个是有点过了。以前只有获利的部分扣税，但是由于财产登录不实际而很难被课征。这个实际上是可以在社会的进步和社会制度健全之下实施的。

在这一块，我觉得大陆可以有效、充分地推出这方面的政策，它可以做的。

同时，我觉得大陆要切实地落实财产实名制。现在是有做，但是执行得不够好。如果财产放在别人那边在美国是重罪。你的财产不能轻易转移，除了自己的太太以外，不能轻易转到自己的儿女跟亲戚、父母那里，在美国被抓到是重罪。这方面中国是可以尽快实施，越早实施越好，贪官污吏也可以少一点。这都是社会改革的一部分。我们又提到社会改革了，跟我们投资不太相干的。所以我觉得随着房地产的发展，将来中国房地产还是有可为的。无论中国政府用什么方式，它一定不会再允许房地产商——除了凭借他自己的实力跟眼光以外——去发不当的社会财，什么人来盖房都赚钱，这种情形将来势必要减少。不全面健全房地产政策的话，社会的财富会不当地流到房地产市场炒作，形成恶性循环。

2012 年下半年市场将重新兴盛

介绍一下你的公司吧。公司是 2006 年 9 月成立的，这 5 年运转如何？

我们 5 年之前是所谓的投资顾问公司，今年刚刚获得牌照，现在是资产管理公司。投资顾问公司只能提供建议而已。客户必须提出一笔钱在银行保管，由我在他们个人的账户作投资。现在就类似于一个真正的资产管理公司。我们现在也能够去帮基金公司管基金，目前这条路没有开放，不然我们也可以像美国一样，成为基金公司的投资顾问。在美国很多的基金公司本身是做市场营销的，它们没有投研。这

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

一块政府还没有开放给我们做。

我们现在还在接触机构投资者的资金。因为很多机构投资者，它有一定的内规，诸如你要成立几年以上，管理资产的规模要达到多少，我们现在还没有达到那个标准。他们会愿意给我们做，因为那些投资总监以前都是我的对手，他们知道我的实力。我们大概还要等几年才能拿到寿险公司的钱。有些中大型的寿险公司都对我们很有兴趣，他们也想要学习我们的技能，但是还要过几年吧，我们还不够资历进入他们的领域。我们不着急，他们早晚是我们的客户，除非他们比我们更强。

你们管的钱记录能公开吗?

我们可以公开今年的记录。我们今年觉得很难过，虽然是全台湾赔得最少的，可是我们还是赔。我们是亏损最少的，如果拿共同基金绩效来比较，今年我们是前三名。

过去几年时间呢? 从 2006 年以来?

到 2010 年年底我们的复合增长率是 22%。如果把 2011 年加进来，变成是 6 年绩效的话，我们可能会变成 1.18 的六次方，可能是这个数字，因为我们整个增长率又下降了。

我们作专户资产管理，是更专业、更严格的。跟共同基金不一样，共同基金它会寻找很多不确定的机会，对我们而言，不确定的因素越少对我们越有利，对我们客户的回报率越有保障。我们现在的风格跟基金不一样，我们的要求更高。因为我们大部分的收益实际上来自客户得到了正报酬。客户有正回报我们才可以收费。

你们投资全部在台湾市场，这个业绩非常非常不容易，因为过去几年台湾市场一直不好。

市场坏几年，我们不灰心，经验多的人知道，市场会低迷几年，然后又会繁荣几年。所以我们跟客户讲这几年来回报率并不理想，我们讲绝对报酬，相对报酬我们远远领先我们的对手，但是客户实际拿到的钱是少的。但是不要抱怨，金融市场全世界都不理想，我们还是最好的。

当然不好的几年之后，未来的几年说不定会大好，也不一定。本来股票市场就是这样。我那天看了大陆，大陆从 2000 年，低迷了五六年才走多头，多头只走了

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

两年，然后这几年好了一年，就是2009年弹上来一年之后，2010年也是一路走空，2011年也是一路走空，比台湾还惨。台湾多头的年份还比大陆多。所以大陆真的不太好，我也搞不清楚为什么这样，过去10年大陆多头年份只有3年，空头走了7年。照理讲是应该多头占6年，空头4年，6 ：4才对，大陆是3 ：7，惨得很。当然台湾这几年你也知道。

不要灰心，如果正常化的话，走空几年就会走多几年。所以我觉得这两年作资产管理也是很惨。我现在也是行业公会的理事。现在大陆的基金公司，募10亿人民币就已经募得满头大汗了，走空两年了，钱很难募。台湾也一样，统一投信业绩很好，它最近发了一个基金，只募到12亿台币，就偷笑了。统一从来没有募得这么差过，台湾的市况也一样很惨。可是不要灰心，股票市场永远都是低迷几年就会高潮几年，这个不用去怀疑。

这一次大家都说百年难遇的金融危机持续了这么久，一波两波的，有人确实挺悲观，你看国际，看全局，又看产业，你真有那么多的信心吗？

我有一个预言。我们2012年下半年会进军香港，2012年下半年跟2013年上半年，那应该是个市场景气度上升的时期了。在中国、美国、整个世界循环来讲，差不多时候。所以你们投资者大概再过半年好日子就来了。这个预言可以写在书上。最晚2013年上半年中国会走多头。世界经济的循环差不多也这样，中国的循环那个时候也会这样。

国外的金融危机，主要是过去20年金融的过度操作，其实国际上也是最近20年才有银行业和资产管理业的混合，从而造成了金融操作的泛滥，衍生产品层出不穷。现在是负向循环到了另一个极端，差不多要往回走了。

中国也是一样，它的经济调整期不应该那么长。它的紧缩政策如果持续，大概持续到2012年下半年就要结束了，要不然这个紧缩期太长。一般来讲，全世界都一样，包括美国自由经济都一样，货币的紧缩期很少超过两年，如果超过两年就不应该了。其实中国虽然很多地方需要改正，但是整体来讲，还算是健康。最晚在2012年下半年就会放松，就会回到中性。中性股市就往上走了，全世界景气也是往上走了，因为欧债的问题基本上是附属在金融危机的后续的延伸问题上，还有欧盟本身的一些当初设计时不能用的那些制度上。现在这个制度稳定之后，整个欧洲就会开始复苏了。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

能够想象得到，重大的冲击到的问题，应该都是一些后续的零零碎碎的问题了，而美国房地产问题还没有解决好。美国房地产的那些债务问题都还没有解决，这些资产管理公司的账是慢慢在调整。中间又出现什么问题，可是这个问题基本上冲击到股票市场，它已经算是巨浪之后的中浪而已了，是能够被解决的，所以我们大概2012 年下半年就会开始进军香港。

到了香港也就意味着到了大中华地区。

台湾规定，进A股的话也只能买 30%。但是客户会很相信我们，因为我们这 10 年在大陆投资，大概在海外没有人比我们更成功了。从大陆汽车市场崛起，我们就开始买了，但是我们只能买台商在大陆的汽车公司。然后钢铁、航运、食品、轮胎，各方面只要台湾能够找到跟大陆联系在一起的，会兴盛的公司，我们都投得非常好。我们做得近乎完美，这全台湾都知道。所以我们打算帮客户投大陆。

我希望马英九当选，因为我又投得更多一点。大陆那个时候差不多是底部了，最迟可能是 2013 年上半年就会明显走多。估计是这个样子。

我相信你还是属于比较能够看到未来大的方向的。

有兴趣的话，你可以去看一下全世界严格的紧缩政策期限是多少，一看就知道了，我为什么说两年够了，通常都不会超过两年。像这样抓得很紧，掐着脖子的不会超过两年，掐住你脖子让你没办法呼吸，没有必要两年。我说的松是走中性的，到中性的话够了，时间够长了。

你不担心欧洲债务危机问题吗?

不要太担心欧盟解体，欧盟只会越来越强，欧元只会越来越强盛，不会解体，不要听信一些人哗众取宠。

大陆的经济循环，差不多到今年下半年、明年上半年是起来的时候，那个时候我们就有好日子过了。金融危机影响台湾四五年了，万业开始复苏，到时包括美国、欧洲差不多都要复苏。

这个观点倒是相当新鲜。

书出来的时候也可以印证我的话是对还是错。如果欧盟要解体了，那时早就差

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

不多快解体了。

很多人在赌欧盟一定会解体。

错，错，错！欧盟只会越来越兴盛，他们会看到一个更强盛的欧盟跟欧元。

为什么？

他们现在所做的就是为了让欧元更健全。他们现在说德国要节制财政支出，如果更进一步的纪律约束的话，欧元只会越来越坚强，越来越可抗。

个别国家的财政支出必须要更有纪律化，必须要受到更多的约束，如果是这样的话，欧元会越来越可抗，它会越来越强，而不是越来越弱。光是 5 000 亿欧元的烂账，或是 7 000 亿的烂账就可以把欧盟这么强大的经济体击溃吗？你觉得呢？不要说是 5 000 亿欧元，就算是一万亿、两万亿欧元都击不溃整个欧洲。你知道所有的先进技术，化学、燃料、机械、冶金，一直都掌握在欧洲人手上，日本人、美国人发展 100 年工业都还赶不上它呢！

最好的机器，德国人生产的；最好的跑车，意大利人生产的。最好的时装工业，是法国人跟意大利人主导的；最好的美酒、化妆品，是在欧洲人手上；全世界最好的机械、化学、冶金、所有的造车，最好的东西全部在欧洲；所有的布料，所有的纺织业，全部在欧洲人手上。美国人只赢在国防工业，电脑，但其他大型的跟中小型的工业，没有一样比得过欧洲，制药美国可以跟欧洲并驾齐驱。至于日本人，跟欧洲比几乎什么都输。

你说这么强大的，拥有中国近 200 年来都没办法赶得上技术的欧盟，它会被一万亿欧元债务击败吗？被这些人搅得我们今年竟然赚不到钱，我都很气。我觉得这个事情应该很快解决。法拉利、兰博基尼、玛莎拉蒂，这些都是意大利人做的，你说它会没有钱？最好的鞋子，最好的皮包，最好的时装，最贵的布料，顶级西装，全部是意大利人做的，你跟我讲意大利玩不出钱来？

但这个政府和民间还不完全一样吧？

最后一样。欧盟只会越来越强，欧元只会越来越可靠，没有别的路走。试试看就知道了，也许过三个月、半年，你就知道了。我们作投资的未来都要看智慧的，不会让一万亿欧元债务把它击溃的，没那么容易。如果有 10 万亿欧元债务还有可

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

能，美国负债 14 万亿美元，它都没有垮。你想想看。

解决政府债务问题呢，其实有几个途径。一是多收税，二是它自己减少开支，还有一方面搞通货膨胀。欧洲实行通货膨胀政策肯定很难的；减少开支，就是你说的一条道路；或收税，这一点可能要经过不断争论。

他们已经走在健康的道路上了。在整个欧盟的压力下，在整个大家庭的压力下，我觉得几个步骤大家都已经知道了，节制开支，开支往往要被节制，税收是要增加的，然后出售固有资产。这一方面如果确实被实行，三五年之后债务就会下降了。那么政府支出减少会不会影响经济的增长？我觉得这一块会由欧盟本身整合的力量产生的经济效益弥补，足足有过之而无不及了。所以在我们以往作研究的时候，欧洲的成长率很低，你知道在过去 10 年里，整个欧元区的经济成长率远远大于之前的二三十年。所以欧盟的整合，还有互相之间的流通，这个方面的收益可以远远弥补政府支出的减少跟税收增加的所谓的这一方面经济活动的缺陷，所以这个没有问题的。

不要只看到缺陷，什么都往坏方面想。你要想到欧盟成立，他们欧洲人是越来越强大了。你去看欧元，美国人如果不争气，欧元兑美元汇率有一天会到 1.5 ∶ 1，甚至 2 ∶ 1 了，所以你看到欧洲的奢侈品赶快买吧，趁机会赶快买，欧元只会越来越贵，我相信。

你去细想一下我所讲的话，我不是赌气这样讲，我没有持欧元，也没有投资欧洲。我们一个真正要作投资的人，应该独立思考，这样看问题。不是像那些江湖卖艺、耍花样的人，气死我了，竟然影响到我们赚不到钱。现在报纸财经新闻都是娱乐，反正就是有这些人搅和嘛，这样大家才会去看电视嘛。

基本面和金融资产的关系，长期来看走势肯定是一致的。短期它会有波动，比如说美国虽然只有国防工业好，但是大家都说美国的社会制度最好，所以美国长期也看好，那是不是也要看好美元呢？

在金融债务上，美国其实跟希腊是一样的。

跟希腊有点像是吧？

投太多赚太少，而且它又花得多。我觉得它在军事等很多方面不当的开销是很

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

多的，它的国内建设是不够的。美国最可贵的是自由创业的精神，你只要有一样东西做得很稳，你在社会上就很容易受到追捧。在美国创业需要真正的技术，它是一个崇尚英雄的国家，它鼓励每个人去创业，然后给予很高的评价。只要你的东西卖得好，在你的小镇卖得好，你可能会卖到全美国。它充满奇迹，充满美国精神。

台湾精神就是水牛精神，就是脚踏实地，开荒拓土。台湾的精神象征就是牛，勤恳耕耘。台湾祖先来的时候开垦山林，所谓的“筚路蓝缕”，“筚路”就是没有路。当年我们小的时候，在父亲那个年代，大部分台湾人拿着一个手提箱到美国去、到非洲去，连英文都不会讲，就去卖东西了。你知道吗？就是这种筚路蓝缕，一步一步自己走出来的，这是台湾祖先给我们的精神，像水牛一样脚踏实地，一步一步地走。

当年我们产业升级的时候，到大陆去，政府很欢迎我们。东莞、深圳也都是一片荒土，也是台湾人在那边开垦。

80 年代国内改革开放初期，那时台湾还没有取消与大陆的敌对状态吧。

那个时候台湾的这些鞋厂没有路走了，台湾政府不理它了，不管它死活。那个时候台湾人到大陆去还怕“通匪”，去那边是政府不允许。你去的话，说不定哪一天又戒严了，又把你抓来关了。很多台商当年就是这样偷偷到大陆盖工厂，一步一步这样走过来。

80 年代的时候还有这种事？戒严什么时候结束？

对啊！那个时候是叫“通匪”。1986 年蒋经国才宣布解除戒严，开放党禁报禁。之前是不准去大陆，大家都偷偷摸摸去呀！现在台湾政府是民主化了，人们的意见受到重视了。

衡量投资大师要 30 年

你的公司年轻人也很多的，你认为年轻人培养多久才适合合作投资？

我上次说过，年轻人至少要 5 年时间才能够管钱。现在我要再修正下，一个年轻人的投资能力成长大致需要 7 年时间。在这 7 年间，他要广泛地阅读国内国外的各种书籍，通过自己的学习，积累一定的经验，才能开始管钱。

投资是一件很严肃的事，这是一个非常了不起的行业和工作，它是全凭脑力经

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

验来博取财富的一条路。不像实业创富，它有点“无中生有”，全然靠脑力就可以创富。你不太需要什么资本，基本只要一部很便宜的电脑就可以了。但正因作为一个完全脑力的行业，你就必须要有足够的时间，建构自己脑力的组织跟逻辑，还有系统，然后能够有一些重大的事件让你去磨炼。如果你有正确的观念、能够努力去学习，天赋还不错，都可以赚到钱。像这一次的全球经济危机，实际上是一个非常好的学习机会。

你是如何挑选并指导一个年轻的基金经理？

和所有一流的基金公司一样，我会让一位工作 5 年的分析师尝试管理一只基金。而在他做分析师的 5 年里，已经受到基本分析、评估价值的训练。管理基金期间，我会观察他的资质和潜力，如果他还不能够独当一面，我会继续让他磨炼两年。

对一个基金经理来讲，最重要的就是量才而用。如果他性格比较灵活，科技类股票比较适合他。如果他比较稳重，传统产业比较适合他。如果让稳重的人管理科技股、生物制药股等波动较大的股票，他可能就处于先天的不利位置。把性格活跃的人放在他不适合的地方，比如一些很平淡的行业，同样会产生问题。

一个基金经理人取得持续多年的成功很难，更难的是你 20 年都很成功。你现在觉得成功的原因是个人因素还是更多运用团队的力量？

很多基金经理做得很成功，但不是他个人具备多方面的能力，是需要团队一起努力的。我个人则是比较具备全面性的，因为我入行后就把所有的投资方法都尝试过，最后慢慢形成自己的风格。我知道自己在买什么，知道什么是好的，什么是贵的，一家公司未来是不是有很好的发展。

团队也是必需的。分析员是第一线的尖兵，知道很多的信息，读很多的数据。他们提供的观点，我们必须倾听，但是看法通常不很成熟，所以他们主要的作用还是在提供新信息上。他们的看法会激发人的灵感，但最终的决定还在于基金经理本人。

你有 20 年的持续优异的业绩，够杰出了。你曾认为投资大师要用 30 年衡量？

我还不够杰出，一切的成功都来自许多磨难。

以长期 20~30 年的绩效为投资经理评价标准，这是惯例。一般确立一位基金经理人历史地位的时间是 10 年，要看他 10 年的业绩，为什么呢？因为一般来说，10

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

年代表了市场的两个多空周期。

如果给一位基金经理人下定论，那要看他 20 年以上的业绩。20 年基本涵盖了基金经理人从当上基金经理到退休的工作经历。

衡量大师级基金经理的标准更严格，要用 30 年。要证明大师的投资方法的有效性，必须用 30 年时间。30 年才能奠定权威的地位。

你给中国职业投资经理的建议是什么?

多作广泛的前瞻性思考，学会股价评估的方式。看清可能发生的未来，判断公司的价值，坚定正确的投资信念。

我年轻时就这样做了。我年轻时把世界上能够找得到的投资经理的经历和投资理念梳理了一遍，烂熟于心，借鉴并在分析研究中应用，最后形成了自己的方法。当时台湾这么有心和努力的基金经理，不多，大概也只有一两个。因为那时候投资机构不多，只有四家基金公司，其中很多人只是把投资经理当成不错的工作，没有当成事业，以致用功不够，努力不足。工夫要下得深、下得广才行。我是因为投资很有趣才继续留下的。它能不断挑战自己的观念和想法，当然，它的报酬和荣誉也很诱人。

很多人工作多年后，还找不到方向，做不好，其根本不是在于理论，而在其方法论不对。其实一个理论，每个人都很容易学会，就像读一本书一样，每个人都可以学会，但业绩差别很大。

喜欢接受挑战，思维灵活的人非常适合做这一行。这一行富于变化，研究不同的行业、不同的公司和不同的变化过程，是非常好玩的。因为有趣，所以我不会像一些人作过于保守的投资，不过，我也不承担不该承担的风险。

你觉得自己性格中最适合作投资的是哪点?

喜欢不确定的未来，这是好奇心；坚定的投资信念，这是执著。

你喜欢投资行业的什么?

我常常讲我们这个资产管理是菩萨事业，因为我们可以帮很多人去作正确的投资。另外投资者也有一个意义，我常常讲或许可以写下来。你买一只股票，就可以有几十万个人替你工作。比如买了鸿海的股票，全球就有 100 万个劳工在替你工作，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

这是多么幸福的事情。你打一通电话就可以成为它的股东，然后享受利益。如果你买的股票价格够低的话，那是最美妙的事情了。你买的价格够低，比如说现金股利一年 7%，你花了 1 万块人民币去买了，它每年会配给你 7%的股利，每年都有 700 块。你继续拥有这家公司的股票，它还会继续成长，这不是很美妙的事情吗？有 100 万人每天流血流汗在那边打拼，你坐享其成，这不是很美妙的事情？这是我为什么很喜欢股票的原因。

你对一般大众理财有什么忠告?

一般大陆的民众面临一个很重要的问题，就是大陆有很多还是以房地产为主的理财工具。房地产当然是值得投资的，在长期也是如此。股票市场的股票，还有其他的金融工具都要谨慎地去选择，他必须去学习，小量地去学习如何理财，这是每一个人都要去做的。所以台湾的工会现在从基础上去教育，我们去各个大学院校举办理财投资讲座。政府也支持，从大学生开始就知道理财的正确观念，因为在一个社会大家开始都有财富的时候，拥有理财的观念对整个社会来说是福利众生。我会鼓励大家都去理财，这是必要的，不要觉得是浪费钱。

怎样选择标的，有各式各样不同的标准，不要听那些危言耸听的说法。

你是台湾出道最早、绩效最优且仍活跃在投资一线的唯一基金经理，想过退休吗?

投资路上，没有“退休”二字。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

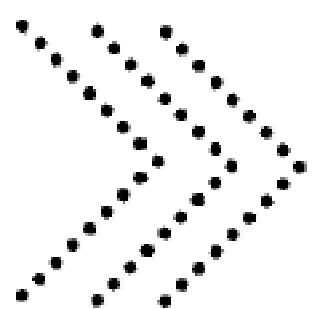
全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

黎彦修 转债套利、垃圾企业债与垃圾国债投资

前沿资本管理[纽约]

黎彦修，1964年生于辽宁大连。1987年毕业于中国科技大学数学系，曾任学生会主席并当选为全国学联副主席。1988年赴芝加哥大学攻读统计学博士，后转读MBA（工商管理硕士）。1991年进入美林证券，从事定量投资研究，后任金融衍生产品交易员。1996年，黎彦修加入加拿大多明尼安银行（The Dominion Bank），筹建了该行在美国的证券衍生产品交易部门，其间管理近10亿美元的资金，专业从事可转债套利及企业债券交易，使得该行成为华尔街债券交易的领先公司。2003年2月，黎彦修作为发起人和主要股东，成立前沿资本管理公司（Fore Research & Management），并任公司的首席执行官和投资总监。前沿是华人在华尔街创办最早、规模最大的对冲基金公司。公司管理规模近20亿美元，除在纽约外，还在伦敦、香港和北京设有办公室。公司在全球宏观的框架下，专注从下至上的个券研究，包括企业债、国债/主权债、结构产品，主要策略包括多/空债券、事件驱动等。公司成立7年来年净回报（扣费用及提成后）超过15%，超出指数基准5个百分点。黎彦修热心公益事业，向国内母校进行捐助等。他于1999年获得芝加哥大学青年校友奖，该奖是颁发给杰出成就、45岁以下校友的最高荣誉。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



黎彦修是华尔街华人的一个标杆。他早在20世纪90年代初就从大机构出来创业，数年如一日地勤奋研究和投资，始终保持了优秀的业绩。他热心华人金融组织，前沿资本管理与中信证券都是华人金融学会（TCFA）的战略赞助商，他本人也是该学会的创办人之一。

中国和亚洲国家证券市场主要是股票文化，股价长期高估，圈钱较容易。而成熟国家证券市场债市是远大于股市的。长期以来，中国国债利率严重偏低，根本不可能覆盖个人通胀成本；政策性债券以政府信用担保，收益率也较低。近几年起，无担保的尤其是无银行担保的企业债券和公司债券开始兴起，短期融资券、中期票据也逐步扩大，这样中国债券市场才步入发展期。不过这是对机构而言，一般个人对债券市场了解和参与非常少，但事实上，过去10年债券指数的收益高于股票指数。众多专家未来10年看好债券投资机会。黎彦修一直从事债券相关的衍生品交易，在这一行业也20年了，其经验和视野值得尚处于初期阶段的中国债券投资者借鉴。

神秘的对冲基金经过这些年的渲染，其概念在国内投资者心中已经普及了。近几年国内私募基金的兴起，使得人们误认为国内也出现了对冲基金。其实就目前的现状来看，绝大多数私募基金与公募基金比只是股东是个人，其投资策略基本一样，都是选时、选股，没有真正意义的对冲。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

所谓对冲，就是进行多/空操作，做多看好的，同时卖空不看好的，希望不承担市场风险。从2000年以来，整体世界金融市场没有创造什么财富，市场没方向性且动不动来个危机，因此，对冲基金以其绝对回报的理念，带来了行业的急剧发展——包括其策略广度和资产规模。过去10年对冲基金规模扩大10倍，达到2万亿美元的规模。而大型养老基金、捐赠基金对对冲基金有选择地纳入组合，更加确立了对冲基金在金融市场的先导地位。作个不太合适的比喻，在国外对冲基金相较共同基金，有如国内私募基金相较共同基金，是这样一个整体投资水准形象。

与对冲这个名字应有的安全性相反，对冲基金在一般人心目中总是风险较大的投资策略，所谓"玩的是心跳、考的是智慧"。从面上看，与共同基金相比，由于行业监管较松，企业历史很短，对冲基金行业确是鱼龙混杂。你见过国内现在的PE基金吗？用朋友的话：阿猫阿狗现在都做PE了。

对冲基金吸引眼球，其业绩的确证明是优于基准指数和共同基金行业的。根据对冲基金研究机构（HFRI）的数据，过去20年，从投资收益来看，对冲基金主要策略指数收益远高于、而波动率远低于标准普尔500指数，其夏普比率（Sharpe Ratio，回报风险比）高于1，大幅度高于标普，阿尔法（Alpha或α，可理解为超额收益）普遍较高，而所有策略指数贝塔（Beta或β，市场系统风险，可理解为相对市场的敏感程度）大幅小于1。同时，各策略与标普指数相关性大多远低于1。

对冲基金的策略、投资领域及方法，数不胜数。这些聪明人削尖脑袋想找到市场空隙赚低风险高回报的钱，与华尔街投行一道创造了无数的名词、衍生金融工具、投资策略。彭博把对冲基金大体划分为股票导向及市场中立、混合策略、管理期货、债券导向及相对价值、全球宏观、事件驱动、新兴市场等七大类，其规模排序也如此。从历史表现来看，主流的股票导向和全球宏观的对冲基金收益最高；全球宏观和债券导向受2008年金融危机影响最小；目前对冲基金各策略基本都收复金融危机失地。当然从指数看是这样，具体个体就千差万别了。

对冲基金淘汰率非常高，每年新设和关闭的对冲基金都无法准确统计。对冲基金除了名气大的外，大多规模很小。一旦业绩不佳或规模过大后业绩不佳，投资者很快会离去。尤其是一些对冲基金的基金（FOHF），及机构投资者投资的对冲基金，一旦业绩不佳，投资经理的声誉很难挽回。

对冲基金运用投资者的宏观判断及数量研究模型来全世界、全市场搜寻赚钱机会。本书中收录的杰出投资者中，有4名从事或曾从事对冲基金投资：黎彦修、江

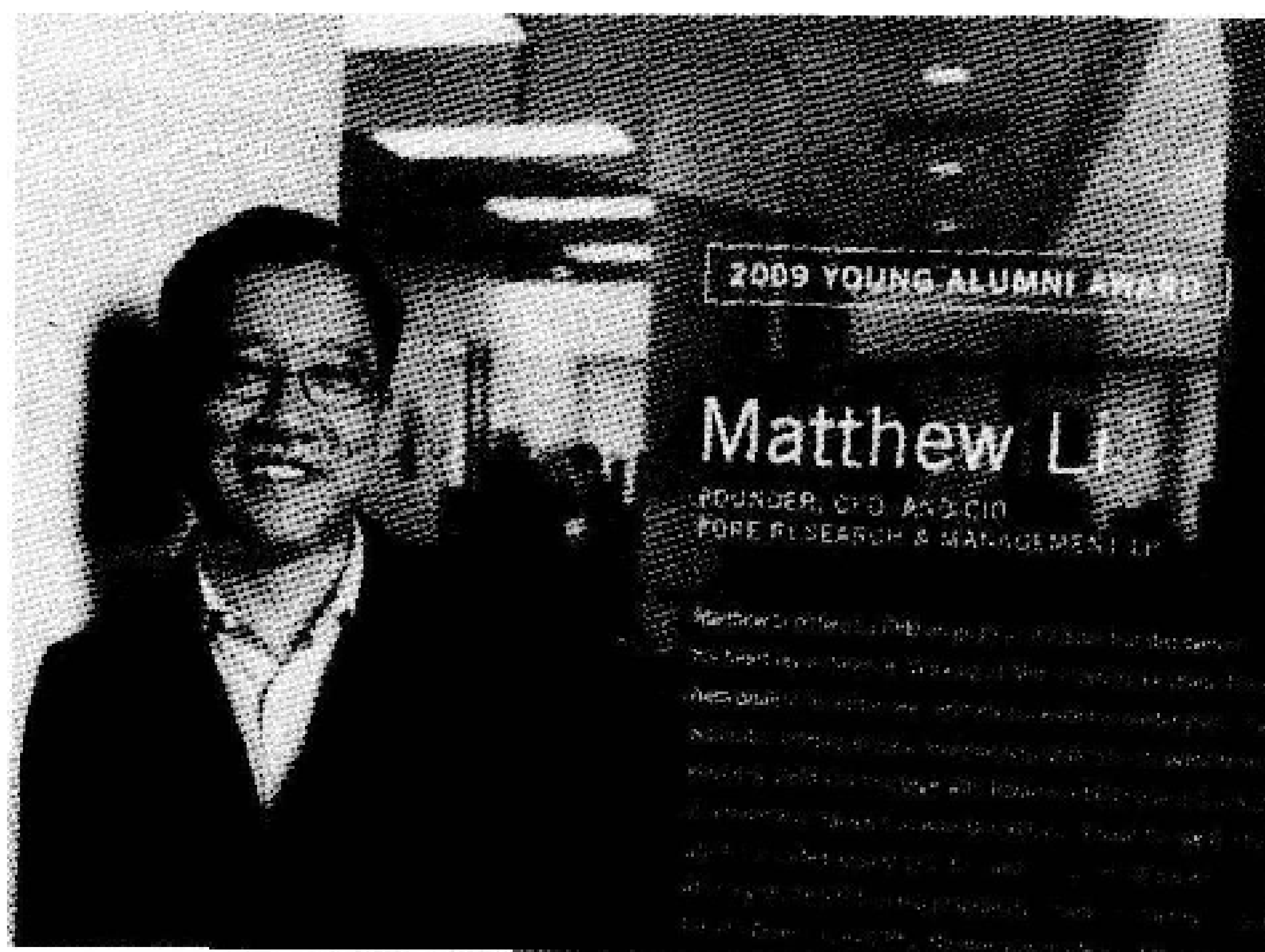
全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

平、胡斌、居雄伟，他们都有很强的数量分析背景。对冲基金经理并不是试图赚所有的钱，他们专注于自己的优势领域，如黎彦修主要在债券投资，江平主要是做新兴市场及宏观对冲，胡斌当初主要是做全球宏观和事件驱动，居雄伟主要做全球股票对冲。本次由于种种原因没能跟踪访谈的姚毓林，以前在高盛做数量，现在Avenue资本做以基本面为主的大中华股票对冲基金。

吉姆·柯林斯说过，优秀是卓越的大敌。黎彦修最让人佩服的一点是，他不固守自己已经很优秀甚至卓越的领域，而总能超越能力的紧箍咒，舍弃拥挤的领域，开辟新的竞争优势。

值得特别强调的是，黎彦修是一个从下至上的基本面研究和价值投资专家。他的投资心得是"看得很广、做得很少"。他15年前做转债套利、5年前做垃圾债券、现在做主权债券，不固守成功领域，运用得心应手，全依赖他的研究广度和深度。

纽约公园大道280号是一栋古典和现代结合的典雅建筑，周边就是当初我拜访学习过的UBS、摩根大通、大都会保险大楼群，华尔道夫酒店也在其斜对过。时隔5年，第二次拜访黎彦修，结果在一楼电梯口碰到了，他下楼小憩顺便等我。前沿资本办公地点租在大楼顶层，享有专属电梯服务。我们坐下，喝茶。黎的办公室中式古董柜上端放着明清瓷器，一面墙上挂的是当代艺术作品，另一面却是古典人物油画。在欧洲债务危机最为深重的时候，我们的话题就直接说到希腊。



>>>黎彦修获得芝加哥大学青年校友奖的留影

>·——·<

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

“百年不遇”的危机

我刚看过《这次不一样》(*This Time is Different*)，历史上希腊就多次违约，但感觉目前（2011 年 11 月）的市场主流是认为这次终会达成救助，不会倒下。

这次很惨，非常惨。希腊现在是饥不择食，跑到中国要钱。实际上你看欧洲谁都不愿再救希腊，希腊没救了。希腊 200 年就是这么过来的，就是借 10 年债，倒闭 10 年，然后回来再借，再倒，就像一个寄生虫一样。现在他们这么折腾是因为法国人很积极，因为法国银行拥有的债太多了。所以法国把大家都圈到一块，它能拿回多少算多少。所以最后债务重组的结果就是债权人之间互相转移，没有人考虑去救希腊，希腊根本看不到这钱。

希腊为什么会到这一步?

根据历史经验数据，比如说一个国家债务占国内生产总值到 90% 的时候就开始亮红灯了。整个希腊国债负债率大致上有 200%。我们说通俗一点，所有的国债都是一样的，就是靠人们的信心。因为国家没有抵押，你借钱给公司或者个人，它可以有东西抵给你，但国家没有，它只能说我可以继续收税，但是在国债累积到一定程度之后，经济又不增长，就不能多收税。比如说希腊，希腊说我每年多收点税，我还你。因为税收多了经济就减速了，经济减速之后赤字更高了。所以你看每年要把赤字补上，要把利息还上，所以债务每年还在涨，然后国内生产总值每年在降，债务和国内生产总值的比例就还会高。

同时，发生政府债务危机还要看市场有没有意识到问题。市场一旦认识之后，就没得救了，比如说梅道夫（华尔街骗子)，谁敢把钱给他，他不可能还给你。所以最后就是看现金流，不是政府的现金流，政府是一直在做赤字，就是看有没有更多的人愿意再以较低的利率借给他——买它的国债。日本国债占国内生产总值达 220%~240% 之间，能撑这么久，主要是它有很忠于它的人民一直在买它的国债；希腊能撑这么久也是因为大家信，所以到最后就看哪一年信心崩溃。对它最忠诚的买主不拿钱出来了，就接不上口，现金流一短缺，就完了。现在就是欧洲不相信它了，不借了。

另一个在政府长期高负债中，总会有事故使信心崩溃。比如说希腊问题是怎么发现的呢，希腊这么多年一直遮遮掩掩，它这个负债率报的是假的，那么后来换民

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

主政府，它说前任弄的事它不想担着，所以就公布出来，结果市场马上就开始反应；开始到处挖，越挖越多，就发现藏了很多问题。然后就需要拯救，拯救的时候就需要一系列的条件，那么这些条件就形成了一个怪圈，从怪圈到死圈。

希腊在出事之前是欧盟国家里面成长第二快的国家。第一是爱尔兰。它怎么能成长这么快呢，希腊的经济不开放，竞争力很差。但是它采取的办法很简单，就是政府大量借钱，政府借了钱之后雇很多的人，每年给他们 14 个月的工资。这些人会拿这些钱去买房，买地，吃饭，经济不就活了嘛。

我们都讲国内生产总值，实际国内生产总值有个质量问题。我们讲希腊有个典型的故事：希腊有一个国家医院，有 40 个园丁，但是它没有花园。所以就像一个人，没工作游手好闲，你怎么能过好日子？你只要能借到钱，你日子就能过好，经济就能发达。

这个我要请教一下。政府债务占国内生产总值比率达到 200% 多后，如果经济不增长、赤字不转正，基本上还清是很难的，就像一个人家里面房贷超过自己净收入多少多少倍。对吗？

是这么回事。现在是这样，欧洲单一国家是需要用新钱换旧钱，哪一天市场认识到，信心什么时候崩溃，现金流一断马上就垮掉了。你做信用你就知道。做信用不是看以前怎么样，而是看未来现金流，看它的经济模型。借钱利率升到 20%、30%，不就更借不到钱了吗？

那现在怎么收场？前几天欧盟好像提出了债务重组方案。比如原来 100 块钱债，现在只还 50 块钱，债主减计认倒霉？

解决债务只有几个办法，一个办法是父债子还，慢慢挣，现在肯定不行了；第二个办法就是砸锅卖铁，这就涉及主权问题；第三个办法就是免了，现在就是讨论这个问题。免就是重组。

第四个，他们现在采取的办法是，希腊债务法国银行拿得多，所以法国提议说把中国拉进来。打个比方，比如说希腊人欠 100 块钱，其中德国 40，法国 60，目前希腊的国债基本一分不值。就是因为它有很多优先债，比如说它整个国家能负担一半的话，它一半优先，剩下不就没了吗？

假如这部分债，100 里面，德国 40，法国 60，现在法国总统提议说咱们救他们，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

怎么救呢，因为德国比法国大，德国人出 50，法国出 30，中国出 20，名义就是拯救秩序。这 100 块钱来了，40 块钱跑德国银行了，它拿这个来还到期的贷款。然后 60 块钱到法国银行去了。一看就明白，德国不救的话比这还好一点，他这样多输了 10 块钱。那么法国占便宜了吧，中国是纯粹倒霉蛋。如果它们这么搞，法国银行债务就少了。

不管如何，假设欧盟同意希腊只还 30%~50%，危机解除了吗?

希腊就有一点跟别人不一样，希腊没有钱，自己不能印钱，印钱在欧盟。它要能印钱，爱怎么印怎么印，但它现在需要到欧盟、欧洲银行拿钱去，要不然工资都发不出来。

三五十块钱还是有的嘛。

没有。那是在欧洲国家支持它的情况下，现金拿不出来，现金一分钱都拿不出来。每年都是财政赤字。

每年赤字，但是每年都有财政的收入。

有很多刚性的支出，你不能不支出，不支出老百姓造反，为什么它这个问题这么难解决呢？就是每年要发退休金多少，每年要发医疗保险多少，每年要修这个市政多少。为什么它这个事弄不下去呢，就是因为弄到刚性支出希腊老百姓一定不干。

倒了会有什么后果?

先是欧洲银行就很危险。比如说法国的银行拿的希腊债券，它账面价钱多少还是 100，它只要不宣布倒闭，它就得 100。问题是它只要一宣布倒闭，你马上弄到 20 了。比如说你有 100 个亿，你就得输 80 个亿，账面上会马上显出来，账面上一显出来以后股本就没了。所以欧洲一大半银行全是假的，那么银行就倒了。

所以一环扣一环，希腊倒闭很多人没有真正认识到它的危害性，希腊人可能成为一个……

成为第二个雷曼。

问题是雷曼就雷曼，完蛋的就一个，美国政府会出来说，其他不倒，马上把它变成国有化或银行控股集团。希腊完了马上就是葡萄牙，葡萄牙完了马上就是爱尔

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

兰，这就算好的，也可能希腊一倒，全倒。意大利怎么弄？意大利的问题你救不了，没人能救，太大了。意大利的国债和德国的国债一样多。1.9万亿欧元，谁去救？所以最后这次没法从危机中出来，怎么出也出不来。希腊倒，我估计就是2012年的事。

那我们拭目以待。

它现在就想让希腊重组，然后把这个防火墙设在这儿，可是拿什么挡？

国家债和企业债不一样，也不能说把这个国家抵了，也不能说把希腊变成哪一个国家的一部分。

但是问题是这样，第一希腊不想变成人家的一部分。卖一些土地也可以，但老百姓不干。第二德国就要你主权，说国家必须放弃主权。

历史上清朝是不是也是这样，向别人借钱，结果被人占了。

当时八国联军以欠钱的借口，大炮打进来了。将来欧洲的情况怎么样真难讲，因为这种事往往最后很可能的结局是重组、欧元区解散，至于欧盟是不是解散那就不知道了。如果欧盟解散，欧洲又会有战争，欧洲几十年肯定打一次。所以你说这个形势会变得多糟。我只知道，欧洲这次短期无法从危机中走出。

会不会做债的人比较悲观一点，做股票的人比较乐观一点？

难讲。

你1991年进入华尔街，那20年经历了很多次危机。90年代初美国从储贷危机刚刚走出来，后来又经历了亚洲金融危机，俄罗斯金融危机，接下来又有互联网泡沫，接下来又有拉美的危机，再后来就是次贷危机了，现在发展到全球的政府信用危机了。

在这些危机中，我们除了2008年没挣钱，每次都挣钱。为什么呢，你刚才说做股票的人可能过于乐观，做债券的人可能脑袋清醒一点。做债券的人会对市场风险关注得比较多一点。

这些危机和这次危机都不一样，这次的危机是系统性的，因为这次危机最大的问题是，涉及银行系统、金融系统性的问题。以前的那些东西你可以通过微观的基

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

础分析解决。包括长期资本管理公司（LTCM）破产，那都是局部出现问题。2001 年、2002 年的时候像安然的事件，安然事件我们看得很早，因为我们本来就做债，所以这个坏债它是能看得出来的，你要分析得透彻，能够找出来。所以到这一次之前，总体来说感觉每一次危机都比较容易对付。就是好的坏的能够看得出来，这样你可以重仓、短仓，你可以相对地做。安然事件时我们挣钱了，后来网络股泡沫破灭我们也挣钱了。网络股跌是正常的市场行为。每一个新产品出来，比如铁路，当时也有这么个过程，汽车也有这么个过程，房地产也是有这个周期。

这次是金融和政府这两个根基都出现危机。

银行系统要是弄不明白的话，这个系统就乱了。所以说这些年你会看到很多很有名的人不做了，不玩了。

当时次贷危机发生的时候，我记得巴菲特还是索罗斯说过一句话，他认为这将是金融 100 年发展的一个大清理。

这个我特明白，到底是 100 年、200 年，就是一个大清理完善。这个过程会很长很艰难。我在这儿做这么多年，每一次有危机就会有人出来说，这是百年不遇的。这 20 年大概至少有人说 10 次，你要算概率的话就是已经过了几万年、几亿年了。但是这一次确实是 100 年一遇，就这次我觉得性质跟以前是完全不一样，因为它整个就是涉及系统问题。

政府债务危机为什么会搞到这一步?

次贷危机也好，欧洲的债券危机也好，都是一个危机，是一个危机的两个阶段。因为这是整个的债务危机，它不是一天两天积累起来的。“二战”之后整个系统有一个共同点，就是不断增加债务，从普通老百姓、到企业、到银行，到国家。2008 年的次贷危机主要是从个人身上和国内银行系统显现出来。

为解决次贷危机，各国政府做了很多事，其中一个就是把一些个人、企业和银行的贷款转到政府头上。这个债务实际上没有消灭，而是转到政府。所以使得各国家政府现在的负债率都特别高，尤其在西欧。那么到了现在这个时候，债务在政府这儿又显现出来。

现在问题就是，什么事总有个算账的时候：不是不报，时候未到。从“二战”

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

之后，各国政府都采取凯恩斯手段，所谓的凯恩斯手段是什么呢，就是经济是有周期的，它要反经济周期规律。我读马克思，我相信，所有的事都有周期，市场也好、经济也好、金融也好，都是有周期的。要把经济周期打掉，他本来的想法就是政府借点钱，在经济萎缩的时候把这个难关渡过去，这是一个好的想法。但是，在政治里面呢，这个事被政治家利用，每个政治家在任期都想让经济涨，所以衰退的时候借钱，不衰退也借钱。由此年复一年，每一个国家债务都达到了 100%左右。

如果每年它能借 0.5%、1%的话，就这么平均借下去，加上杠杆作用什么的，它的经济增长率就可以超过那个数。那么就是说，欧洲国家的国内生产总值增长，因为借债的原因，至少虚报了 0.5%~1%。今后它本来成长就不快，没有了过去的政策刺激，所以以后的 5 年、10 年很难看见它们增长。如果这么看，以后就是大衰退。

我有个朋友，说美国搞金融经济，西方搞消费经济。实际上经济本身既没有金融经济，也没有消费经济，有的只是制造型、服务型的经济，你不能说整天大家都去消费。欧洲这么多年了，你去欧洲就看到欧洲人很懒，日子过得很好，失业率特别高，这个钱都是藏在政府债务的后面。比如说 100 个人里面有 90 个人干活，10 个人不干活，政府就从这 90 个人里面借钱，把这 10 个人养着，经济永远不下来。那么这 90 个人他不知道有这么回事，他觉得政府向他借的钱，他拿的是资产，他不知道实际上不是硬资产。所以就是这么多年形成这么一个模式被这次危机打破了，这一次的危机，2007 年、2008 年只是一个开头，现在开始真正出现大难题了，这是一个很大的问题。

2008 年的时候，大家至少有一点信念，就是觉得政府会出来救银行，这个也可理解，因为一个经济系统，银行倒了经济系统就倒了。现在欧洲的问题是什么？是政府救不了银行。

政府先救自己，自身都难保。

政府没有钱，银行比它有钱多了。法国的银行系统资产相当于法国国内生产总值的 4 倍，你怎么去救，法国拿出一家大银行就比政府大，所以到最后这个问题会愈演愈烈，肯定债务要从各方面重组。另一个当然就是印钱，搞通货膨胀，但欧盟内部情况不一。

现在看来这次的危机肯定是比次债危机要大，一方面绝对数量大，次债当时是 2 000 亿美元引起的一个问题。现在希腊自己就有 4 000 多亿美元的债务，加上银行

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

债、银行的坏账，我们估计希腊本身的问题就应该到 10 000 个亿的水平。你要把意大利加上去，再加爱尔兰、葡萄牙等，这次的债务问题要比上一次 2008 年的债务问题大很多倍，而且我们绝对没有看到底。我们今天讲的时候，喜欢说这一次的危机到了最后的关头。但是它一直演变，演变到最后，可能最后的底有多深没有人知道。

我最重要的感觉是，欧洲国债是解决不了的问题，所以最终可能就会导致很多国家政府的破产，对全球金融系统会有很大的冲击。

中国像日本，但还没到日本的程度

下一个危机在哪儿？

现在大家看到的都是西欧的国家，实际上其他国家还有更大的国债问题，比如日本，日本的国债占国内生产总值比率是 220%以上。

但也有人说日本大部分是国内债务，这和外债不一样。

你说得也对，也不对。对是因为它是国内债务，所以没人逼着要钱；不对是因为比如像西欧国家最后还有一个办法，就是赖账不还。如果你借了钱不还的话，最后损失不是你，是债权人。现在日本的债都是欠自己的，跟谁赖账去，所以日本这个情况在我们看起来实际是更恶劣的情况。日本国家整体的财力，按照世界银行的统计，应该有 26 万亿美元。中国的国内生产总值大概是 5 万亿美元，日本是真正的大家伙。

日本的国家总财富是这么多，那么它的国债就有 12 万亿美元，就是说它基本上一半所谓的财富都是国债。你这么想，日本的老百姓值这么多钱，他的房子、股票、生意、现金，然后还有一大部分是国债。日本这些国债不管是银行拥有也好，还是公司拥有也好，还是个人直接拥有也好，它最终都是落到老百姓身上。最终你把中间这些人都去掉的话，可以看出，日本名义上这么富有，但是实际上这些财富都是扯淡，它不是财富，它是从自己左腰包掏到右腰包。

所以说日本将来的债务问题怎么解决，是很大很大的问题。大家都认为你是自己的债务不要紧，但是你总有一天借债借不下去。就两方面的人在给你买，一个是个人，一个是公司。现在个人的钱都换成了国债，你再上哪儿去拿钱买？日本 20 年前进入危机的时候，它的存款利率应该是 10%~20%，现在的存款利率基本上到 0。因为它人口老龄化，经济也不增长，所以个人已经拿不出钱来买国债了。在日本经

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

济海外扩张时代，企业在外面存了好多钱。所以为什么日本经济不好，但是日元还涨，就是因为日本要借钱的时候，他们在国外存的钱就要拿回去，拿回去就导致卖美元、买日元。过去这些年，它的出口型经济受冲击很大。经过近 20 年，这些企业总有一天也会把这些钱花完，那么这个时候，日本政府再卖国债，企业也没钱买了。所以它就可能会转到外面去卖。在这种情况下，甚至当市场意识到这种情况的时候，我估计它的国债市场就垮了。就像次债也好，房屋抵押债也好，或者银行也好、希腊国债也好，它终究不会永远这么撑下去。

它需要有那么一个所谓的触发因素。

到最终有一天它就垮得很快，你现在搞不清是哪一天，但是我从日本就看到了这种情况。

前段时间美国也要提高国债上限。好在现在全球危机，钱都往美国流。

只要世界经济形势不好，大家都买美国的国债。西欧的国债是不要指望，肯定是没救了，但是国债危机到最后不是在西欧就完事，最后日本肯定要掉进来。然后最大的国债国家是美国，所以就是美国的国债怎么进去。现在是这样，从危机发生之后，大家每次都只关注一个事件、一个区域，把其他事都忘了，其实都连着呢。

可这一轮到现在为止，债券天王比尔·格罗斯（Bill Gross）也看错了，美国国债收益率大幅下降。

他错在两点，第一点是，他对经济成长看错了，他认为 2011 年经济成长能达到 3.5%，那么现在看一下，现在年都快过去了，这个平均能到 1.5% 就不错了。你想前两个季度基本上是 0 到 0.5%，上个季度 2.5%，那么下个季度充其量能到 2%，再平均一下。所以经济没有成长，这跟他所想象的是不一样的。

第二点就是金融市场的钱总要流到某一个地方。因为世界有这么多的问题，所以美国国债价格就很假象地弄得很高，因为大家需要把钱放在那儿。我们个人也一样，我现在闲钱很少存银行，就放在美国国债里面。

你个人理财的一部分也会这样吗？

自己也是这样，因为我觉得整个金融系统是有垮台的可能性。我们现在所经历

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

的，从 2007 年开始，不是衰退，而是美国 30 年代大萧条的重演。

中国前期发铁道债一度非常困难，历史上铁道债可是政府信用的啊。后来，中央出面给它一些优惠税收政策，并隐性表示担保，才发出去了。中国地方政府债务也在 2008 年以救经济为由搞到 9 万亿。中国政府信用的债券遭到机构投资者不信任，这在历史上是没有过的。

说到底是信心因素，中国虽然表面上看起来政府负债占国内生产总值的比率很低，但是隐形债务比较大。中国这个事我们也试图去研究，但是研究不清楚，数据很缺。铁道债是个问题。不过现在大型的国企、地方债，我觉得中国政府还是会一直救下去。

在日本，2011 年发生了一件事，这是有史以来没有的，就是地震海啸之后东京电力损失很大。当时我们大家的感觉就是政府不会救它。日本政府已经没有能力，所以政府也是模棱两可，有时候说救，有时候说不救，所以它的债务保险，最高的时候到了 10 块钱要 5 块钱来保险，就等于是这个债从 100 块钱跌到 50 块钱。它的债交易的不多，因为主要是日本大银行持有。日本很奇怪，债券没有流通市场，然后这个价格还维持在那儿，他们也没交易。

政府债务危机离中国还很远吗？中国公务员按人均比例，比希腊多几倍吧。中国政府债务尤其是地方债务需要适当控制一下吗？

中国跟希腊的不同点是，中国底子还是有。第一，出口还是有盈余的；第二，有工业基础，它有制造业，老百姓也干活，不是整天靠借钱过日子。另外国债就是怎么加也没有那么高，但中国的银行是个问题。

不过，将来慢慢会不会从财务上弄成日本那样，这是个问题。中国也发展 30 年了，日本发展 30 年到 80 年代末就开始出问题。中国现在还不到日本这种程度，但是我很担心中国的政府行为和日本的政府行为有些相像，都是政府主导型的投资政策，刺激经济。

日本的很多公司负债率特别特别高，然后大家隐含的信心就是政府会保的。这样就使得它越借越多，比如说一般负债比现金流超过五六倍就比较可怕。日本很多公司是 10~15 倍，然后它的债券还是 1% 的水平。为什么呢，就是买的人觉得反正政府会救它，就是这么回事。但是现在问题在于，长期以来培养了他们“反正有人买

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

单”这种坏习惯思维，所以这些公司越借越多、越借越多。借到最后政府没能力了，所以这个全盘就倒了。我觉得中国也有这个倾向，如果现在对地方政府的债务不处理，特别是银行的体制问题不处理，到最后就是一圈一圈地这样传过来。

国内现在也在谈约束机制，希腊和日本的教训对中国来讲，你认为最重要的是什么？

我感觉就是中国跟日本一样，希腊某种程度上也有这种问题，都有一些不清不楚的东西。比如说铁道部是国家性的，就是中央政府投资，不是企业运作。要不铁道部市场化弄个公司，借了钱，把铁路修起来，还款不要政府担。研究日本这些年我感受很深的一件事就是，私的是私的，公的是公的，不要混在一起。

所以中国体制改革现在我看最重要的问题是，要学习美国。日本和欧洲的教训就是，应该把这个市场化搞彻底，不要搞杂交产物，这个杂交产物最后肯定把国家搞垮了。只要这两个掺和在一块，人的行为都是不一样的。整个危机在我看起来，政府应该做政府的事，比如说政府定法、定规矩，政府得有市政，有警察，但是你总是跟私人应该做的东西掺和在一块，就产生很多腐败现象、公共权力滥用。

但是你看西欧民主政府，到最后也变成了权贵的结合、平民的暴政，一起走向了崩溃。

中国本来就是国有企业主导的。因为中国政府主导经济搞得比它们还大，比它们还厉害。国有企业差不多就是 80 年代的时候搞国企改革，然后活过来了，活过来了之后就始终在第一个扩张期，这个扩张期的结果造成了中国的繁荣。那么现在国企弊病体现出来了，扩张不讲效益；第二个扩张期是大跃进式的；第三个扩张期虽然有很多优秀的国有企业家，但是它最终是位子更高化，或者是费用最大化，或者是个人利益最大化。

讲来讲去中国还是应该改革得更彻底。因为国有企业这么搞下去总有一天是很大的问题，是很大的包袱。从历史发展来看，中国过去 30 年的发展基本上是属于突飞猛进的过程，说穿了还是粗放式、搭架子阶段。比如说政府说铺铁路就铺铁路，铺公路就铺公路，做这些基本建设；把农村的人转移到城里来，这都是政府可以做的，那么中间再粗放、再浪费，但是它整个空间特别大，经济就发展了。

现在你架子都搭起来了之后，政府怎么管？等上面这些事情弄得差不多了之后，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

在一个比较平衡期的经济，就不能靠政府行为。政府什么时候最有用？就是知道该干什么然后去干。在美国经济中，政府是没有用的。理想的政府是小政府。

现在还有人说，中国能不能把希腊收购掉？

不能。中国帮欧洲全是瞎扯，中国表面上看着有钱，中国老百姓没有钱。中国就是国富。希腊人均财产是中国的6倍，意大利人均财产是中国的15倍，你说中国辛辛苦苦攒那么点钱拿去救他们，这合适吗？他们不是没有钱，他们有钱，问题是政府没有钱。那么政府没有钱应该是老百姓还吧，问题在于他们是昏官刁民，老百姓不愿意还。比如说希腊是增税了，罢工的是税务官！比如说还有一个办法是增收财产税，你这个国家的有钱人，这是你的国家，大家贡献，但他们早就把钱转到瑞士银行去了，他们跟你玩儿呢。

所以这个钱之前可能就跑光了。中国也会出现这种情况的。

跑了。有钱有权人已经跑了。就像八旗子弟，八旗子弟当时自己家都有房子，有大宅子，但是没有俸禄了，他已经习惯于过那种花天酒地的日子，只好整天到处借，开始大家觉得他势力大，都借给他，他一年一年也不挣钱，最后他发现借了那么多钱。人家终于发现他没钱还，没钱还就卖宅子，大家分。现在问题是人家是主权国家，你拿不了宅子，如果他不愿意把这个宅子卖了还你钱，你一点辙没有。

所以有人说中国现在想给希腊钱，是非常可笑的。

不固守成功领域

谈完了国际大势，能否谈谈这些年你的投资经历？

1996~2003年，在多明道银行时，我主要作可转换债券的套利交易，寻求套利机会。我组建了银行在纽约的可转债全球交易部门，6年多时间里，我的部门贡献了近10亿美元的投资收益。2003年3月，我作为发起人和主要股东组建前沿资产管理，公司业务范围更加广泛，并不单纯依靠套利，主要经营全球高收益债券、可转换债券和银行贷款等，也包括大量基于各种债券的衍生产品交易，还有少量股票业务。我们全面研究全球排名前几百家大公司的可转债、企业贷款和高收益债券，在其中寻找投资和开发衍生品交易的机会。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

2003 年和 2004 年，我们主要投资高收益债券。2005 年和 2006 年我们的投资方向主要是可转换债券中的垃圾可转换债券。次贷之前，当时主要还是以长线为主。2007 年开始就是做短线比较多，比如说我们 2007 年赚了 30%多，主要是靠放空次级债。

现在我们做债券，主要有两个重点，一个就是垃圾债券，另一个就是国债，国债不是美国国债，是次级国债，也包括次级主权债务。很多欧洲政府债券也可看做垃圾债券。在债券里面，选好的去做多，选不好的去放空。过去 8 年，我们年净收入达到 15%，净回报要扣掉各种费用，毛收入就得 20%以上。

此轮从次贷危机到欧债危机，从整个对冲基金行业来说，受到的影响是怎样的，你们自己是怎样度过这个危机的？

对冲基金从 2008 年到现在总规模应该是成长的，具体数值大约有两万亿美元的资产。经过危机，大的变得越来越大，但是有很多小的就没了，然后有些新的又起来了。总的说来，我感觉这些危机对对冲基金这个行业应该说是有好处的。危机中对冲基金空间更大，就是在最困难的 2008 年，对冲基金平均掉了 20%，也比股市强。我们 2008 年掉了 14%，在行业里面还算是可以。

因为国内证券市场无担保的公司债才发展没几年，而美国及全球债券市场品种非常丰富，为便于理解，能否简单介绍一下国际主要债券类别？

美国债券市场是非常非常大的，所有的债券加起来应该有股票市场的好几倍。包括：国债；房屋抵押债，这个是非常大的市场；企业债，包括投资级的、高收益、次级的；银行债、存款、贷款产品。这几年所谓的结构性的东西比之前就少很多，以前曾经是一个很大的领域。高收益债是垃圾债的另一说法，投资级的债和高收益债基本上是不同领域的东西。我们主要做高收益。

垃圾债并不是垃圾，中间有巨大的投资收益，当然也存在巨大的风险。一般可分为几种，第一是市场公认的质地差的公司发行的债券，比如同行一般只有 5%，其利率达到 10%左右，以前朗讯、北方通讯、维亚康姆等公司发出的债券都属于此类。第二是我们称之为“不情愿的垃圾债券”。一家原先很好的公司由于经营转差就成了“不情愿的垃圾债券”，比如通用汽车公司以前发的债券，利率在 5%~6%，现在利率达 10%，利率最高时甚至到过 20%~30%。第三是人为创造的垃圾债券，杠杆收购中经常使用这类债券，大多是为收购而发行的债券。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

投资者不应仅凭“垃圾债券”的名字来判断其投资价值，往往不被看好的投资品种中有大机会，与之相反，所谓公认的好品种中倒很可能藏着巨大风险。人多，竞争多，危险就大；人少，竞争少，就有机会，这是一个很简单的道理。

垃圾债跟周期、股市相关性都很强，这两年已经走了好几圈了。它的利差的变化也是很大的。2007 年大概是利差最低的时候，2008 年到 2009 年年初到了最高的时候，然后 2011 年四五月又到了最低的时候，上个月利差涨了很多，这一个月里面又降了很多，所以最近这段时间周期非常快。

我们前两年很大一部分钱就是卖空欧洲国债赚来的，我们应该是发现国债问题比较早的，也是属于做得比较精的。《纽约时报》、彭博资讯有什么问题，就会经常打电话来问我们。

你们的投资策略总是不会固守成功领域，当市场过于拥挤，你就会研究新的赚钱机会。原来你们很关注的就是转债套利，后来转到了垃圾债券投资。2007 年开始发现了抵押债券市场机会，近两年又发现了西欧政府债券市场的机会。

对，垃圾债券投资是我们的主业，但是我们并不只是一边重。西欧国债本来不是垃圾债，现在变成了，我们发现了，就把握住了很好的机会。

从对冲基金来说，你看到和做到，这两者之间还是有很大的挑战。一般聪明人，反正就是跟着市场走，然后比市场做得好一点。做对冲基金的人就想更聪明一点。第一你自己得认清事物的本质到底是怎么样；第二你得想市场什么时候会认识到这个问题。2007 年的时候，我觉得债券尤其信用泡沫比较大。现在看来是非常大。

但我们 2008 年开年还是输了不少钱，有 17%，就两个星期。我们那个时候最惨，因为别人都没有输钱。我想为什么会输钱，因为我们投的全都是美国前五大银行的银行股和债券。后来我们觉得这事不好，是系统问题。所以我们两个星期把 80%全卖掉了，就是整个全卖。我们当时是 100 块钱买的、80 块钱卖的，作为债券亏得厉害吧，心疼。

当时我们买花旗银行、摩根士丹利，放空了贝尔斯登、雷曼兄弟，我们当时分析前面两家好，后面两家不行，事实是到最后大家一块都跌下去了。我们放空的不足以弥补做多的这部分损失。平时一般市场情况下，这么做没问题，但是在系统风险情况下，市场一下子就同向了，你发现股票好坏大家一起跌。

我意识到系统问题没法控制，所以我就全弄掉了。那些东西最差交易到 10 块

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

钱。但是到年底，大家都不挣钱我们挣钱。因为系统风险也是机会，我们从那时意识到后，就开始把握系统风险的机会。这种情况在那段时间经常有，买了不对的，多大损失都卖，问题是看明天的损失是不是更大。所以 2008 年如果我们当时没那么决定，那就死定了。

这次欧债危机你们是怎么做的呢?

我刚才说西欧国债问题，它不是一天两天的问题，它早就有问题，一直有问题，中国人说冰冻三尺非一日之寒。但为什么就这几年开始能挣钱，以前就挣不了钱？以前希腊好的时候它的国债只比德国的国债高 0.1 个百分点，现在是 2 000 多个基点（20 多个百分点)。你得看到，是不是有人开始认识到这个问题。具体操作里面，你得有这个意识，就是说你能熬多久，你能不能熬过人家，你能承受的损失有多大。

我们是 2007 年、2008 年的时候做希腊债券的，从冰岛开始做的。后来就是爱尔兰，然后是西班牙、意大利。现在实际上法国也很危险，所以整个欧洲就是这么一个情况。

刚才你认为债务危机现在是集中在希腊、欧洲，还在一个集中点，可能过一段时间又会有一个驱动因素，到另外一个集中点，以后会又到一个集中点。你们对冲基金集中火力一个区域一个区域攻击?

对，因为我们就是专注研究债券、做多做空债券。下一个区域，就得等到哪一天它的触发因素被我们看到了。

有人抱怨是对冲基金兴风作浪？在次贷危机是这样，欧债危机更是这样。

市场的波动决定跟对冲基金有关系，例如我知道前两天对冲基金买得就很厉害，因为它总怕今年没挣到钱，然后就觉得不买就晚了，“哗哗”全买上去了，这两天开始“哗哗”下来了。所以对冲基金通过这种振荡来赚钱，是市场波动性的一个因素，但是对冲基金最终决定不了事物的大方向。

这些年的感受，我认为危机证明的恰恰不是市场失败，而是政府的干预失败。

像美国次贷都说是银行在推波助澜。银行有银行的问题，但最典型的是美国的房地美、房利美，这两房大家都认为是政府担保的，然后它们又是上市公司。上市

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

公司里，股票涨了老总就受益。你要是管这两个公司，政府有无穷的贷款给你撑着，你的行为肯定是能贷就贷，这个盘子弄得越大越好，只要不出事，每年的钱总是在挣的。最终两房就成为两个房地产贷款的大垃圾桶。

有很多人讲这次危机证明市场的失败。实际我认为危机恰恰证明政府这么多年的干预失败。这些所有的问题都跟政府经济政策有关，比如说每年借钱刺激经济，借钱发给老百姓花。最后行不通了，国债借这么多，全是政府行为。银行界的问题跟政府也有很大关系，为什么现在很多人跑到华尔街游行去，这个我是赞同、支持的，我还捐钱呢。华尔街的规矩就不合理。

华尔街的一家大公司，你不也做金融吗，你在那儿担各种各样的风险是应该的，然后你倒霉了要政府保你。我们对冲基金做差了我们找谁去，我做好了人家给我钱，我做不好了没人给我钱，政府才不管。银行里面容易出现公共风险、私人回报。企业大了都是“大到不能倒”，所以美国银行会搞这么大。欧洲对银行的保护，比美国更厉害。所以欧洲就是政府全被银行吃了，狗被自己的尾巴打了。

看得很广，做得很少

你觉得你自己在投资上有什么特点？给我们回顾一下你的投资理念。

我的感受就是，看得很广、做得很少，我觉得这是投资者应该注意的最重要的一点。不要觉得自己从很多地方都能挣钱，看得准的东西才能赚钱。因为你每天处在信息中心，有的是信息，关键就是机会来了，你才去做。次债谁不知道，现在欧洲危机这么大谁不知道，都看到了，但不是谁都挣钱。

看得要广，包括看得要深，有时常识对有些人来说反而是“深”的东西。在投资上，有很多人能赚很多钱，但并不意味着这些人优秀。投资者偶尔一两年赚很多钱也并不能证明他能力很突出。认识到表面之下更深刻的道理是持续赢利的关键。投资者可以从表面上解释股票和债券为什么涨，也可以从深层次去研究，结果在绝大多数情况下是不同的。不管作何种投资一定要头脑清醒，把问题想清楚再行动。清楚明白才是赚钱的真正原因。投资一定得很理性。我向来坚持作投资就必须想清楚为什么投资它可以赚钱，从哪个角度去赚钱。如果能想清楚其中的缘由，我们就去做，反之就不做。

在 90 年代中后期，我们是做可转债套利做得最好的机构之一。具体做法是买进

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

大公司发行的可转换债券，放空该公司股票，如果股票短时间内跌幅很大，放空者就能赚很多钱。同时，因为可转换债券的投资信用很好，评级也很好，所以不会亏很多钱。这样赚钱很快。有很多投资者也跟进，从可转债投资中赚了很多钱。但是，很多人并不清楚买进可转债放空股票就能赚钱的真正原因，实际上，当时可转债投资中隐含了一个期权，也就是买进价格比债券内在价值至少低 50%，这是赚钱的真正原因。但很多人肤浅地认为，只要买进可转债卖空股票就一定能赚钱，2003 年，投资可转债的资产管理公司有好多家，但到了 2005 年，绝大部分公司都倒闭了。很显然，这些公司并没有认识到越来越多的投资者把可转债的价格推上去，放空股票已经不能赚钱了。

2003 年和 2004 年，我们的可转债基金没有投资可转债，而是投向了我们看好的高收益企业债券。从可转债到高收益债券领域，我们都获得了成功，这在很大程度上应归功于极为细致的研究。

投资者一定要对自己诚实，想明白后，才有信心去做。即使别人都懂了，而我不懂的话，我也不会去做。只有坚持自己想清楚才能赚钱，投资圈里有很多不懂装懂、轻信别人的人，最后一定会失败。

“做得很少”呢?

一个人一辈子能做成功的事情只有少数几件，其他很多事情都不会比他人强，所以，想成功就必须把自己擅长的那几件事做好。在投资上，投资者一定要等到把一件事彻底做好后，再做另外一件事，必须循序渐进。

投资不要强迫操作，不要设定一个赚钱的目标。比如说花旗银行，我看它的管理方式就知道它有问题，当时花旗银行季度指标达不到，然后老板就跑到那些做自营的交易员后面，说你这个月得给我挣多少钱，所以后来花旗银行倒了。就像上山采药一样，你采得着就采得着，没有药草怎么采去。我觉得这就是投资最忌讳的做法：给自己设个目标，这个季度要挣多少钱，今年要挣多少钱，你每次都这么做肯定有问题。因为你要达到那个目标，你的选择、判断就会有错误，赶鸭子上架。

有趣的是，作投资有奋斗目标固然好，没有也不见得是坏事，很多时候投资者取得成功是因为心态很坦然，而不是在刻意追求什么。巴菲特就不是天天跑到外面寻找机会，而是看准了再做，但他赚了很多钱。巴菲特在一次电视采访中说，自己之所以能取得如此成功，是因为在 30 多岁时突然没有了生活的压力。他说，自己生

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

活中想要的东西都有了，所以就不必像别人一样付出很大的努力，也不需要用成功来证明自己，成败并不代表什么。他还说，自己住的依然是几十年前的老房子，他看起来西装笔挺，其实还是爱吃汉堡爱喝可乐。中国人讲的“无欲则刚”，大概就是这个道理。这样做能消除必须把某事做成功的紧迫感，有了坦然的心态，才能随市场节奏而动。

投资与开一家工厂不同，工厂可以根据目标进行生产，投资却不行。投资收益和投资者本身的工作量没有正相关关系，如果投资结果仅仅取决于工作努力的程度，多付出精力的投资者获得的回报肯定多。但事实并非如此，一项好的投资一定是发现了某个市场机会，同时顺从规律，如果缺少机会，投资者绝不能强迫操作，去创造所谓的机会，况且，再专业的投资人也不能抓住所有的市场机会，现在我时刻提醒自己要谨慎。

投资还需要有韧劲。你是否能坚持自己的思考方式，然后你是否能够抵制住杂音。因为投资的信息里面99%都是杂音，而且你拿出的每只债券和股票，都会有人说长道短。那根本没有任何信息价值，对我来说，只要这只股票在这儿交易，这就表明了有人说好，有人说不好，要不然它怎么交易。没有一只股票大家都说好，大家都说好就没有人卖了。你每天做一件事，打开电视，读读报纸，各种各样的意见都有。整个投资系统就好像是一个意见流，你要没有一点分寸和韧劲的话就做不了这事。投资一定得理性加韧劲。意志力要比较强，并不是说挺着就强，你还要能够比较理性地看问题，这才是强。

投资上搞人定胜天是问题很大的。

你要坐着等机会来，怎么等呢，就是事先把这些东西都研究好，比如说这家公司没有问题，它的股票每股值 100 块钱，100 块钱是公允价，但是市场开始有问题了，“哗哗”全都下来了。我们前段时间买的一家银行的优先股，年初花了每股 100 块钱买的，后来觉得整个都涨了，然后我们又把它卖了；一个月前我们是每股 50 块钱买的，公司是同一家公司，同样的东西没有一点变化，为什么，就是因为当时有一个对冲基金撑不住了，在倾销，市场正好不好，当时大家都不敢买，所以每个人都往后退，股价就跌了。你得知道这个公司，你得知道是怎么回事，然后才有这种机会。

市场的状况很有意思，就是它每天都在检验你，检验你是真懂，还是假懂。比方

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

说一个月前大家都觉得世界要完蛋了，短短的一个月市场涨了 20%，啥事也没有。所以市场表现的东西跟实际永远是有差距的，比如说股票从每股 50 块钱涨到每股 100 块钱，大家都觉得好，等从每股 100 块钱降到每股 50 块钱的时候每个人都在怀疑有什么问题。

所以基本功就很重要，就是对市场和公司的理解很重要。

对，然后你再等你的机会，机会总会有的。作投资的要相信自己会成功，市场往往不一定马上就同意你的投资观点，这时投资者要有坚强的意志并保持信心，市场往往会对投资者的信心进行反复的考验。做债券看起来没有股票刺激，债券市场在绝大部分时间里运行是正常的，但每隔几年都会有一次意想不到的大机会，而这些机会通常来自人们的过度乐观或极度悲观，这么多年好多个来回了。

对冲基金名人杰里米·格兰瑟姆（Jeremy Grantham）说过一句话，大意是说短期我们学到很多东西，中期我们学了一些东西，长期什么也没学到。

金融市场本身属于没有规律的。就是说聪明人太多，它的规律都是自己把自己打垮了。就像洋葱一样，要一层一层剥。可学的东西对投资来说，都不是最关键的。

金融的这个系统要毁灭掉是不用证明的，是自然的。投资上有常识：如果投资者赚得太多，最终他就会自己打败自己。市场没有开发，就那么几个人在玩儿，当然你就可以用这套赚钱。比如说我们刚开始的时候做可转债券，就是几个人在玩儿，这个做起来就很容易。因为资本是自由流动，后来人家看你挣钱这么容易，都来了，来了之后价钱就高了，价钱到一定程度就危险了。芝加哥大学讲市场有效性，严格意义上讲，从很高层意义上讲它是不成立的。因为市场如果真有效，为什么今天这样，明天那样。但是在一定意义上，我上次在芝加哥大学讲座说，它是属于半有效。所谓的半有效就是如果有一个成型的投资规律，最后肯定不成。因为只要成型的，别人就会把它弄得不成型。比如大家都说股票跌了 10% 可以买，然后人们都来盯着，所以不等跌 10%，我 9% 行不行？你 9%，我 8% 行不行？所以到最后刚跌一点点就有人来买。投资不可能有可以写下来的规律，它应该说是一个哲学和思考问题的范畴，这一点很重要。

巴菲特是在五六十年代美国起飞的时候，买绩优股成长股。现在大家都会这招，所以他自己把自己的坟墓都掘好了，因为比如他当时买可口可乐股票的时候，他知

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

道这个企业能够长期发展，当时只有五六倍的市盈率。现在没有这种机会。因为现在这种好企业，比如说苹果、亚马逊，它价钱已经那么高了，你没有办法按照那种价钱来买，所以那个时代已经过去了。每个时代有每个时代的做法。

你说过你不拘泥于某一领域，哪怕你已经很成功。

我过去十来年，就是不会固守很熟悉但已经拥挤的领域，刚开始从转债套利，到开始做垃圾债券，因为考虑到了信用收窄的可能性。后来又做放空抵押债券，还有现在对政府信用债券的投资。

我觉得具体的专业知识都不是很重要，不是说你不懂也可以，而是那些东西都可以学。我认为作投资就是要持续学习，不满足于自己某一方面的优势。我以前想做学问，所以对各方面都有所涉猎。作投资后广泛的知识面令我获益良多。但很多同行和我不同，他们一辈子就学会了一种技能，并且严重依赖它，一旦情况有变，他们就无法应对。作为华尔街投资界最早的一批华人，我刚开始工作时常受人轻视，向交易员推荐哪些债券可以赚钱，他们始终不重视。1994 年，我开始在美林作自营交易，我把债券、期权结合起来，短短一两个月就赚了 300 万美元。他们才发现，原来中国人也可以作好投资。

2003 年和 2004 年，我们把投资级别的可转换债券全部卖掉了，这是一个非常重大的决策，因为投资可转换债券是我们的老本行。这样做是基于一个判断：市场的波动不会像以往那么大，最终很多老资格的投资者在这两年仅仅得到 1%~2%的年收益。

2005 年，垃圾可转换债券交易受到很大的冲击，很多投资者在前两年低迷的市场中损失了 15%以上，纷纷抽走了资金。年底时，市场里的投资者不多了，而我们认为机会来了，大举买进，2006 年，我们获得了超过 20%的收益。

债券研究要细致细心

你们的研究得很深，作债券研究有些什么基本体会？

这跟练功一样，练得特别好的人成仙了，啥都能看清楚，然后练得中不溜的那种就走火入魔了。从债券来说，把事情的本质看清楚，就是基本功。有四个常识，第一是了解借款人情况怎么样；第二是搞清楚借款去干什么；第三是借款是否能把

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

事情办成；第四是他借到的钱能否产生效益。确实就像我们把钱借给别人一样的，这就是很重要的常识，但是经过金融工具的放大把它复杂化了，所以说在判断中间反而容易走向复杂化。

我是属于那种没工夫的，不练。在我看起来最简单、常识性的东西最好。我唯一读的经济学就是上大学的时候读的马克思的书。应该说近 100 年来，没有人能赶得上马克思。中国是有点把他的思想政治化了。

应该这么说，马克思首先是个经济学家，然后他把经济学结合到政治里，做了很多实验。在我看起来，为什么我对宏观形势看得还是比较准，就是因为这些年来所有的问题都集中在两个字：信用。所以你要是知道债务是怎么回事，怎么去研究，那么整个经济形势就能够看懂。这些年，我每一个季度要写份投资报告，很多人在我这儿投资，就是要看我的投资报告，因为他觉得我对宏观形势看得还蛮准的，问题是我根本不懂经济学。

我有一个说法，就是只要上帝没告诉我们的，这事情就不是真理；科学上是真理的可以证明，社会学里面没有真理。我们 2007 年为什么卖空次债？学历高的有一个弊病，就是他脑袋里装的条条框框特别多，他觉得房子不会大降价，因为美国房子 15 年没降价。很多经济学家、模型专家、评级专家，每个人都跟你谈得天花乱坠的。我说《圣经》里没写过房价不能降。

你们的研究无论是从下至上，还是从上至下，都作得很深入细致。

做债券有一个问题，就是你要是抓不住问题，几个东西就能让你栽了。所以之前我们对每一个公司债券的具体情况把握得还是比较好。那么现在问题是只把个别的研究好不够，系统风险现在是很重要的，你再有本事，不去控制系统风险也倒了。我们对国债，西欧和日本的国债至少有几千页的研究，因为你要是研究得不够透彻，就不敢做。

但是我们主要挣钱吃饭的东西，还是对各个公司的研究。我的经验是，投资高收益债券和银行贷款首先考虑的不是能赚多少钱，而是不要输钱。我们进行调研时都要考虑公司发行债券是否合乎逻辑，不管其公开的数据有多好，我们都要了解公司发行债券背后的真实原因。就是你要知道得比人家多，比人家细。

2002 年的安然事件之前，我们持有过安然债券，那是以 95 美元买进的，但让我们产生怀疑的是一方面安然自称有很多钱，同时又频繁借贷，债券利息越来越高。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

经过一番仔细询问及分析后，我们就退出了。

安然只要把它那个账本揭开的话，追踪就是那点事，你看安然的东西，就问他一个问题，它每年那么增长，到底靠什么？它靠电力和交易。经济模型一分析就能分析出来。投资最重要的误区是，好像弄得很新潮、很复杂。你就要问这些简单的事。对国家也适用的，希腊造假，然后希腊整个国家竞争能力很差，也可以从能力、动机、数字分析出来。

为什么我们如此重视数据的真实性？这有一个深刻的教训。早在1998年春夏之交，我们买进了一家名为Sunbeam的小家电销售公司的可转换债券。它是由几家小公司合并而成，公司请了一个很有名的经理人来管理公司，该经理人在公司拆分经营方面非常有名。我们买进Sunbeam可转债时，其经理人正在大刀阔斧地拆分公司业务，其实那家公司只是遇到了一些小问题。那是一段非常糟糕的时期，在债券价格下降时，我们还在继续吃进，但是价格越来越低，最后糟糕到实在令人无法忍受，我们才把所有的债券抛掉。

我们亏了很多钱，我陷入了反思中，为什么起初看它的营业额和现金流量都很不错，但结果却如此之差？那次投资的伤痛使我们经过长时间的反思，终于追溯到错误的源头：这家公司提供的账本是假的，假账一直在误导我们。一家诚实的公司不会在一夜之间消失。

辨别企业账目、确定数据为真后，就要对公司的资产负债表进行细致的研究，要研究数据前后能不能贯通、合不合乎逻辑以及能推导出什么结论。研究公司的历史，这点很重要。有很多时候，公司固然是好公司，但其经营行为对债券投资者并无益处，诸如有钱不还债、想扩张而借债过多，等等。此外，我们还很重视研究管理层的素质和动机。

投资债券无非是借钱给外人，投资债券要冒很大的风险，但获得的收益是相对有限的，投资者一定要仔细研究企业与债券投资有关的真实情况，听其言观其行。在资金快速流动的投资行业，人们很容易利用种种不正当的手段达到目的，我们能做的就是谨慎、细致研究。我们作研究要具备一种怀疑的精神，保持谨慎的心态。谨慎细致是一方面，同时还须在投资理念上加以辨别。如果只注重细致分析，完全可以把分析程序化、公式化，但这样做会忽视数据的真实性和管理层的素质等要素，这将给投资留下隐患。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

你们的研究走在了这种卖方研究的前面，你参考卖方研究或者评级机构研究吗？

我们也看评级机构，我们就找它们错的地方。

你不管它贴的是好标签（评级），还是垃圾标签？

它贴垃圾标签时，我反而会觉得有机会；贴3A标签，我觉得也许会有问题。法国我就觉得它不是3A的。所以很多都是常识性的问题。法国3A，中国是一个A，这本来就不对。所以就是说其他的基金像共同基金，它们看这个问题，就按照一个A买，它也没有动力来做这个。这个研究是两个方面，一是把事实弄清楚，数据弄清楚；还有一个就是你应该有一种选择。你也可以按照评级公司怎么评的我就怎么买，从历史上来看，评级评好的表现还是比较好的。

昨天我听了保尔森演讲，他对美国的基本面非常看好。

我是不同意他的观点，我觉得美国近年来走不出这个圈。他对银行的投资我就不同意，现在利率这么低，整个信贷没有增长，银行怎么挣钱。保尔森的看法跟我们不同在于保尔森是把这个东西看成一个小周期，我们是把它看成一个大周期。我感觉这几十年的大周期已经结束了，那么在这个过程中下一个大周期什么时候开始，我们不知道。所以现在这个时候属于世界大乱的时候。就像以前，在清朝政府你知道怎么做官，到了民国你不一定知道怎么弄。整个世界大格局在变化，就是说有很多过去适应，现在不一定适应。你看保尔森2011年表现不好，美国最近很多投资家也做不出来。这个不是小周期里面的东西。整个这一波用的这一套，然后环境一变，这一套就不适用了，现在就属于一种改朝换代。

你们刚才说主权债务研究有几千页？

我们对这个的研究是要比德国总理默克尔知道的多100倍，默克尔一天只花几分钟想这个问题，又有一帮政客搞，搞得更复杂。我们在这儿作研究，我们知道的东西要比她多得多，他们开会的情况，我们分析得八九不离十。所以如果我们看不出一个解决的办法，它就没有解决的办法，因为这个东西账对不上了，你怎么弄都不行，窟窿堵不上。

研究是这么研究，但做起来还是不容易的。比如说西欧政府现在整天开会，前两天，他开会想到的方案，我们一开始跟投资人都讲清楚了，他们就一定会用这些

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

招，而且肯定没用。但是公布后市场一开始觉得它有用，市场就好了两天，结果后来发现还是没用，跌回去了。

对冲基金就像丛林，各有各的本事

你是华人在华尔街最早及最大的对冲基金公司掌门人，自己作为首席执行官兼投资总监，对对冲基金管理运作方面有何经验？

对冲基金方面我们的规模还只能算是中型，我们是2003年成立的。大家都非常熟悉的索罗斯的量子基金1973年就成立了。1988年成立的文艺复兴大奖章基金（Renaissance Medallion Fund），是由对冲基金巨鳄、数学家詹姆斯·西蒙斯（James Simons）管理。1994年成立的保尔森基金、1989年成立的摩尔资本都是非常大型的对冲基金。

在美国对冲基金大部分做得是非常成功的，基本上还是发起人控制，但是他也不见得是首席执行官，像我，我实际上还不愿意管这些事。所以在很多公司由职业经理人在管理，主要看配合得好不好，需要默契。

国内近年也有很多人从券商、基金出来在做。因为还没有对冲机制，我们叫私募基金。国内对卖空有限制，市场不成熟，但是私募做的事情是希望给客户提供绝对回报。你对他们有什么建议？

整个对冲基金界就像个丛林一样，各人有各人的本事。做对冲基金会做这种基金管理的永远是钱多、才能少。对冲基金做得好，主要看它是否通过不同市场周期的考验。一年、两年、三年称英雄，都不难。像中国2006年、2007年股票涨那么高，大家都挣钱，但问题是长期挣钱这点很难。还有一种做得比较成功的基金就是有点像平台型的，下面有很多不同的策略。有好几家大的这么做，主要是一种市场营销的工具，能把钱吸引进来。你做金融你知道，并不是说最好的就能做得最大。

我说的最好的那帮人，像索罗斯做了多少年了，他们想多大，就能做多大。做得最好的人是不需要找钱的，他是要把别人的钱推走，这需要时间，需要认可。做得第二好的人就是找钱还有本事，最后还有一类就属于来来去去、昙花一现，这种也很多，存活率是很低的，就像开饭馆一样，你看见饭馆开得多，但那些倒闭的你不知道。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

我觉得做对冲基金最重要的不是挣钱，最重要的就是真正喜欢，整天想这点事。因为没有这一点兴趣，做对冲基金是一个非常苦的差事。

对冲基金这10年发展这么好，他们在赚谁的钱？

巧取豪夺。投资者很聪明，因为在市场上你是与高手在竞争。这个市场整体上大家一部分赚市场的钱，还有一部分从别人那里赚。

我们讲，在金融界有三种钱，一种smart money（聪明的钱），一种real money（真实的钱），一种dumb money（愚蠢的钱）。那么这个smart money讲的是对冲基金这些，每个对冲基金并不见得smart；real money就是共同基金、养老基金，很大规模；第三个dumb money，中东是第一号的。中东有那么大的资源为什么好不起来，因为那都是从滚滚的石油中流出来的钱，它都拿去投资去了。只要哪个国家有问题，哪个银行有问题，跑到中东要钱去。而且他们只要一投资，你肯定知道没戏。日本也证明是dumb money。日本靠制造业挣了很多钱，在这儿投个楼，那儿买个公司，衰退20年。

然后现在他们就想把中国当成dumb money，因为中国现在那么多钱，中国是凭制造业，挣的可是辛苦钱。这就是整个世界不平衡，整个系统不平衡，怎么去平衡它，就很简单，就是采用各种各样的办法，把剩余的钱给骗过来。我就问你这么一个问题，如果中东人聪明的话，世界有你的位置吗？石油全是它的，它就会利用一些办法，钱全是它的，它必须把这个钱输掉，要不然世界不平衡。那么它现在想中国积累这么多财富，怎么想办法把这部分财富拿出来，拿出来这世界就平衡了。其实不就是债权和债务之间的不平衡吗？你拿出来不就平衡了吗？

中国有能力走到今天，问题是它能不能保住。你要出去瞎投资，准一投一个亏。

刚才讲的是大格局，具体到金融机构对冲基金，最简单地说，从长线上挣钱大家都一样，因为你选好了企业，企业好了，你会挣的。短线上一半的钱是从行业发展上挣的，你买股票它涨了，人家做得好的，大家都挣钱了；一半的钱是从大钱，前面说的real money里面挣。共同基金，也包括保险、退休基金，它们有一些很机械性的管理，比如说2个A怎么样，1个A怎么样，这些西欧的国债以前全都是1A、2A、3A的，那么就造成了我们的机会。你想对冲基金每个都很小，你这个共同基金拿出来就比我们大10倍。

大钱其实给对冲基金创造流动性。共同基金一般不动，另一方面比如希腊搞成

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

现在这样，他们还就一个信念，希腊主权国家，买呗。那我们肯定是放空给他们。

没有百年大法，就没有百年大计

那你对中国投资多吗？对中国当前经济有什么看法？

中国我们没有太多投资。中国下一步的关键问题是，不能一直搞房地产，也不能一直搞加工，也不能一直修路。如果市场经济不健全的话，中国的模式对下一步的发展是不适用的。中国的大企业老总都很牛，但是中国发展30年没有一个世界级企业，没有一个世界级产品。

所以经济发展的后劲是很大问题，首先就是私人产权的确立。比如说一个企业要想创新，所有制不清楚的话，你什么时候想拿谁的就拿谁的，那么它都想挣快钱，不想去创新。像我们中国当时100年前有同仁堂，那都是百年的老字号，它保护这个招牌就像保护自己眼睛一样。现在中国哪个牌子行？这么大国家长期发展没有这些顶梁的制度安排，大企业发展不起来。

这就说明中国改革到现在，要从政体上改，不从政体上改，人心没有长期稳定的，没有百年大法，创不了百年大业，就是这么简单。美国就是有这个好处，它稳定。就像盖楼一样，咱们想中国发展快，增长很快，但是我们90年代盖的楼现在都拆了，国民生产和财富积累是两回事。你要是想这么折腾的话，你永远可以有较高的国内生产总值，你是盖完了拆，盖了也是国内生产总值，拆了也是国内生产总值，再盖还是国内生产总值。但是问题是你这个财富到底是不是积累起来了，这一点我觉是得应该考虑的。

亚里士多德早在2 000多年前就说了世界上有三种政体，每种都有利弊。君主制、精英政治和民主政治。现在民主政府发展到这么多年以后，它也产生了很多问题。现在还有人讲中国政体的先进性呢。

现在比以前好多了，现在起码不杀头，不流血，但是不管什么政体，你要让人家觉得是长期稳定的。日本有个天皇，大家至少觉得这个国家还是比较稳定的。中国最大的问题我觉得还不是你这么管，最重要的是给老百姓创造一个长期稳定的未来。我们当时是为了追求先进技术出国，现在中国越来越多的人，尤其是富人和精英在移民，其动因与我们当时完全不一样。这值得国家深思。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

欧洲国家，社会最大的问题不是经济的崩溃，而是动乱。所以你别看欧洲国家有游行，社会基本还是稳定的，就是说它再折腾也就是把一届政府推翻了，再换一个。那么埃及就不行，穆巴拉克倒了；利比亚卡扎菲没了，很可能就是内战。欧洲国家最后都会改革。美国在20世纪七八十年代有一段也是非常不好。民主制度走得很慢，问题慢慢积累，一定要积累到一个非常坏的时候，就是市场差到不能再差了，它才能做一些比较有胆识的事，它才能出来。

像美国现在的总统，他基本是百分百没用的，强硬的人出来改革，改革就是要得罪人，你要整天想拉选票，做不了什么事。所以改革就是要到事情坏到一定程度的时候，像英国当年就出了撒切尔。

那在中国适合买什么作长期投资？

钱是不能存的，因为中国每年存在通货膨胀。中国的股票在我看起来大部分是没有投资价值，大体从民营和国有来看，国有从结构上看就不是让你挣钱的，所以你玩不过它；私营的问题在于它内部的人慢慢把钱倒腾出去了，从你这儿圈过来倒腾过去。所以中国主要是一个体制的问题。中国的银行，本身不是给股东服务的，每个银行就是一个部，它本来就是部长管的，银行是国家机器的一部分。

我是一般投资者，我就买黄金，别的不买。从以后的10年、20年来看，我觉得黄金是很重要的，我不是说有全球系统性风险吗？那么黄金到最后到底值多少钱，是讲不清的。如果世界不稳定，我觉得黄金可以到每盎司5 000美元，但是世界稳定了之后掉到每盎司500也有可能。

房子不能买太多，房地产到最后总有一天要垮下去。

说到百年大计，希望你给年轻人一些建议，简单来说，你对自己的小孩怎么教育？

我有两个小孩，一个12岁，一个10岁，一个女孩，一个男孩。我的教育很简单。我根本不在乎他们做什么，我就是这个理念。

知识还是要的，但是我觉得你到底是考95分还是考85分，没区别的。咱们回顾一下，你学得比人家好这么一点，就像吃饭补充营养一样，其实谁的营养都够，然后你在这方面补充的那些山珍海味，实际上都是瞎扯，根本不增加营养。所以小孩学的一部分基础知识我觉得已经足够了，现在我们总是在弄些锦上添花的事。一

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

个人成功不成功，最重要的不是学历，最重要的也不是智力，也不是知识，最重要的是他什么时候开始做他感兴趣的那件事。年轻人一定不要为钱到什么行业，最重要就是你确确实实有兴趣，最重要的就是你好奇不好奇。比尔·盖茨是大学里开始做的吧，乔布斯大学没毕业就做了，所以他们从小就开始行动了。像有些人从 15 岁开始做到 25 岁，保证比 40 岁的人厉害。有很多很多很有成就的人都是因为开始早。这一点我非常信。我就属于半路出家。我上芝加哥读书的时候根本搞不清别人在讲什么，整个就是不懂，一点不懂。

但是你已经做了 20 年了，大家都把你当做华尔街华人的标杆。

我不敢把自己当成标杆，我们充其量只是金融市场的好学生。我要是再早 10 年的话，就不是偶像，而是传奇了。（笑）你开始得晚就是开始得晚。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

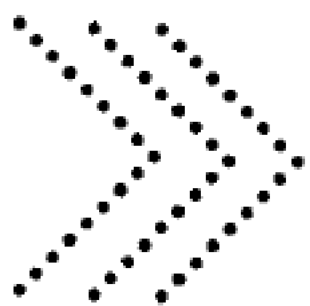
全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

杨光　全球视野的财富前瞻

融源资本管理[北京]

杨光，1963年生于四川成都。先后获中国科技大学学士、澳大利亚国立大学神经科学博士、哈佛商学院MBA。1995年加入著名资产管理公司富兰克林・邓普顿（Franklin Templeton Investments），开始其买方投资生涯。迄今为止，在华尔街从事全球基本面投资的华人中，杨光是唯一一位得以出任大型资产管理公司执行副总裁的人士。1999年，杨光执掌的基金规模即达50亿美元，包括邓普顿全球机会基金（Templeton Global Opportunities Trust）和十几个大型机构独立账户，且业绩一直在全球同行中名列前茅。在2009年彭博资讯公司公布的全球股票基金排名中，邓普顿全球机会基金位列十强，而杨光也成为唯一问鼎十强的亚裔基金经理。在显赫的投资业绩之外，杨光还促成中国人寿与富兰克林在香港合资成立资产管理公司，现仍兼任其副董事长。2010年，杨光回国创办了一家关注中国企业全球化的大型PE机构——融源资本。融源资本注册于天津，目前主要办公场所设在北京。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



第一次听说杨光的名字是2006年我在美学习的时候，当时我拜访了许多知名资产管理机构，有人告诉我一定要见一下这位在美国赢得主流尊重的华人投资家。但在我的印象中，富兰克林·邓普顿的总部在西海岸加州的旧金山，而我主要在东海岸，最终没有成行。后来才知道，作为一家由富兰克林和邓普顿合并而来的机构，合并双方还是各自办公的，杨光当时所在的邓普顿的总部，就在不远的佛罗里达。

富兰克林·邓普顿是纽交所上市的最大的独立资产管理公司，上市主体名为富兰克林资源（Franklin Resources Inc.，纽交所代码：BEN）。富兰克林的前身可追溯到60年前的一家小型经纪商，因其创办人成功借用了美国开国元勋本杰明·富兰克林的名字，而名扬天下。目前富兰克林的头像仍是公司的标识，而100元美元印的也正是富兰克林的头像。1992年，与巴菲特齐名的传奇投资大师约翰·邓普顿（Sir John Templeton）将其公司邓普顿卖给富兰克林，这一决定性的历史事件造就了这家全球领先的独立资产管理公司。除了备受尊敬的伟大投资者约翰·邓普顿外，邓普顿还拥有另一名全球新兴市场投资大师马克·默比乌斯（Mark Mobius）。

约翰·邓普顿于2008年7月去世，这位常怀感恩之心、着眼全球投资、擅长逆向投资的投资大师的一些理念，如“这次不一样，是最贵的几个字”、“不要问我哪里有机会，而要问我哪里有

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

最悲惨”、“行情在绝望中诞生，在犹豫中发展，在憧憬中成熟，在希望中毁灭”、“投资的是经济也是人”，等等，对所有专业投资者都是座铭圭臬。

我一直将富兰克林·邓普顿60年来持续成功的因素，归纳为“从小到大，始终保持独立资产管理风格和文化”，并将其视做资产管理公司的楷模；同时，我个人也将本杰明·富兰克林视为人生的楷模，不仅仅因为他深为人敬佩的自传和起草的美国《独立宣言》，还因为他智慧的结晶《穷理查年鉴》（*Poor Richard's Almanack*，200年后，巴菲特的搭档芒格模仿该书写了本自己投资智慧的总结《穷查理宝典》）；此外，约翰·邓普顿的投资观与人生观也对我产生了同样深远的影响。

杨光从哈佛商学院毕业后，马上就能进入这样一家声名卓著的买方机构，不仅为他奠定了非常扎实的基本面基础，也是他练就全球视野和长远眼光的良好开端。在邓普顿，杨光像众多基金经理一样，既是基金经理又是研究员，奉行独立思考和研究，一开始就深得邓普顿全球视野和逆向投资之道，早早成为主基金经理，而他主管的重要基金“邓普顿全球机会基金”正是一只非常灵活、投资限制很少的基金。

杨光早期负责研究欧洲和小盘股，并在网络泡沫时覆盖互联网行业。邓普顿是少数坚持不参与90年代末至21世纪初互联网与科技股泡沫的机构。2000年左右，杨光将目光投向中国，主持作了一个以“大型跨国公司在中国的机会和挑战”为主题的独立问卷调查，结果发现不少公司的增长主要来自中国。就在刚经历亚洲金融危机，华尔街对中国的印象与泰国没什么区别，在中国占其基金基准权重1个多点的时候，杨光大幅提高了中国及中国相关的股票权重，最高达15%。在这一长期投资过程中，他的明星投资案例包括早于巴菲特投资的中石油和比亚迪，以及以中国市场为重要增长动力的国际公司，如日本小松，巴西淡水河谷等，并均成功退出。

《财富》杂志曾有一篇关于华人在华尔街的文章，大体是说华人偏重于从事数量研究。可以想象，作基本面投资，非本土人士的人脉资源局限及语言文化劣势。因此，像李山泉那样，做到行业基金管理期内排名第二，以及5年第一，实属不易。而像杨光这样，作好全球、全行业且兼顾大中小盘的投资，更是难上加难。因此，业内将杨光称为华尔街基本面投资界中做到最高位置的华人。此外，杨光还是为数不多的融入美国主流文化的华人之一，与美国政商界来往密切，是胡锦涛主席、温家宝总理等中国领导人访美之际，被美各大媒体选择的中国经济点评人。邓普顿总部所在地佛罗里达州的前州长、美国前总统小布什的胞弟杰布·布什2011年和2012年在京与习近平副主席会谈等一系列友好活动，均由杨光全程陪同。在富

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

兰克林总部所在地加州，杨光有不凡的投资项目和丰富的人脉资源，2011 年他还获得了加州议会颁发的杰出贡献荣誉奖。杨光认为，加州本是一片贫瘠之地，但先后在电影、电脑、互联网方面成为全球创新中心，政府模式和PE机制起到了至关重要的作用。杨光非常看好加州在产业先导尤其是绿色能源方面的优势，希望能促进国际经验、资源对国内相关产业发展的推动。杨光为富兰克林 · 邓普顿整整效力了 15 年，现在仍兼任其集团战略顾问。

5 年后，还是因为华人杰出投资家的采编项目，我拨通了杨光的手机，终于通上了迟来的电话。

穿过熙熙攘攘的长安街，在天安门东标志性的东方广场，扶梯再转电梯到某层，我们到了杨光在北京的办公室。意式的沙发和会客室简约别致，墙上优雅地、恰如其分地挂着一些当代风格的油画，而杨光自己拍摄的他在加州的一家高尔夫球场的照片，点缀其间。虽然这个访谈迟来已久，但由于之前已交流多次，谈笑间不知不觉就过了一上午。中午我们各自约好了饭局，下午再见面接着进行访谈。



>>> 杨光（右一）在他拥有的加州帕萨迪纳球场举办中美领袖高尔夫球赛，左起分别为杰克 · 尼克劳斯（Jack Nicklaus），保罗 · 斯彭格勒（Paul Spengler），蒙牛前董事会主席牛根生

>·——·<

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

神经科学博士踏入投资领域

先讲一下你出国求学和从生物学踏入投资领域的经历吧。

这个说来话长。我觉得不管是留学，在国外工作，还是后来改行，一个比较关键的因素，就是每个步骤都得到了很好的人士的帮助。我出国时，也就是 1985 年和 1986 年间，出国政策没有常态，一会儿松，一会儿紧，而且中国人那时没钱，要顺利出去，必须靠奖学金。我当时很幸运，科大从校长、系主任到导师都是极力推荐我，甚至在申请护照和签证方面都给予了我很大的帮助。

去了澳大利亚以后，我读的是神经科学，读了三年，拿到博士学位。下一个转折点便是从澳大利亚到美国。虽然澳大利亚国立大学是神经科学研究全球的中心之一，但毕业后毕竟还要去研究舞台更大的美国。申请去美国深造的过程也很幸运，也受到了澳大利亚导师的力推。

80 年代末国外也非常流行背包客。年轻人，特别是 20 多岁的大学研究生，一定要有当背包客的经历。在申请深造，或者说穿了就是找工作的期间，我还真是背了一个大大的包，周游了十几个国家。当时背着包，也没多少钱，带上我做实验的幻灯片，然后就把全世界做这一行最好的实验室全扫了一遍。从英国开始，剑桥，牛津，到德国科学院，一路到巴黎，再到美国。在美国也跑了大概七八个州，都是去最好的学校、最好的实验室演讲。最后到日本和中国香港。

这一圈环球之旅对我影响也挺大，扩展了我的视野。在科大的时候，我们 1979 级的理想都是攀登科学高峰，也就是攻读科技，我到了澳大利亚也是在实验室待着。这次旅程收获挺大，不仅去的地方大都给了工作录用书，而且让我体验到了不同的文化氛围。我对哈佛所在地波士顿的氛围印象最深刻，一条地铁线上有哈佛大学、麻省理工和麻省总医院（哈佛医学院）。因此不管在哪儿，地铁也好，校园也好，看书的人都特别多。年轻人也很多，整个城市给人一种震撼的感觉——年轻人多、书多。在那儿接触面自然变得非常广，因为有各式各样的思想碰撞。华尔街怎么样，金融怎么样，就是在那儿开始接触的。在澳大利亚时，只听说有一个黑色星期一，那是 1987 年发生的。但也只是知道有这个说法，实际上没有任何概念。那时金融是一个新兴行业，到波士顿就接触多了，受周围人影响，我就决定要改行，但想做金融也不可能一步到位，所以当时最好的办法就是考哈佛商学院。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

在哈佛医学院和麻省总医院作了两年研究之后？

是这样，我在哈佛医学院干了一年后就申请了，但没被录取。当时也面试了，面试官说你好像跨度太大了，至少得有什么迹象表明你不是一觉醒过来就要到这儿来的，既然要转，你最好得先读一下会计。我说好的，回来后确实就上哈佛的夜校把相关课程读了，然后考GMAT，第二年再申请时就被录取了。另外一个重要因素，是我实验室的导师确实也力推。我刚开始还担心他会不会支持我转行。

好不容易招到一个好学生。

我担心他可能会觉得没面子，就是从他这儿毕业的人怎么不干他这行了。他当时在哈佛是非常有名的教授，但恰恰因为是大师级的人物，他反而对这种事情很自信，并不觉得这是一个问题。所以我当时跟他说想转行，他非常支持。

他写的推荐信第一句话就是，我推荐杨光到哈佛商学院读MBA，不是因为他在我们这个竞争非常激烈的医学研究院里干不下去了，而恰恰相反，他在我们这里干得非常出色，转行是因为他的兴趣，等等。后来也是一个非常偶然的机会进了邓普顿，这个过程也是很多人的帮助起了关键作用。因为商学院毕业生一般去投行、券商，或是咨询公司，真正进买方的很少。买方招人很少，一旦招了就不轻易走。不像投行每年有一大批人来，两三年内大部分就离开，像大浪淘沙一样。

哈佛毕业以后先在一个银行工作了一段时间？

是实习。我当时在美国信孚银行（Bankers Trust）实习，现在很多人可能不知道信孚，因为它在后来被德意志银行（Deutsche Bank）买走了。在90年代中期的时候，信孚银行应该是最活跃的银行之一。最早的所谓衍生产品（derivatives），信孚银行是主要的创设者。

相比当时的高盛，信孚银行很进取。我在它的香港、纽约办公室都待过，当时像高盛这种机构让实习生参加电话会议，实习生用的电话只有听的而没有说的功能，就是整个过程你不能说话，只能听同事和客户的交流。但是信孚银行完全是另外一个风格，实习生甚至可以出去拉业务。

类似于像全职雇员一样参与业务。

对。我当时在信孚银行香港拉了两单业务。于是他们说我把自己做实习生的费

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

用全部解决了。但是正是因为这两单业务其中的一单，我后来就决定不去它那儿了。

信孚银行当时也没什么错。我的一个客户想投日经225指数，然后我们卖给他一个互换（Swap）。就是信孚银行付他日经225指数的回报，比如日经指数今后一年涨了20%，就付他20%。但这只是一个合同交易，不用真正买什么东西。同时他向信孚银行支付基础利率（Libor）上浮一定基点的报酬。这个交易等于他向信孚银行借钱买了日经225指数。要是日经指数跌下来呢，他就是双重亏损。但对信孚银行来说很容易，它只收取手续费，不用承担日经指数风险。

但是很快就发生了几件大事，一是随即发生的日本阪神大地震，接着马上就是里森事件，巴林银行一下子就倒闭了，应该是1995年年初的时候。日经指数大跌，所以这个客户亏钱清仓了。信孚银行不亏钱，它也不会因为这些赚钱，因为它就赚手续费，结构做完了就没事。但是我当时感觉就不太好，我觉得我做的第一单就没有让我的客户赚到钱。虽然不是信孚银行的错误，也不是谁的错，但我总觉得不太舒服，觉得再接着干这个的话意思不是太大。当时像我这种实习表现，第二年的学费银行就全承担了，但我放弃了。初入行业我就对投行的这种只做交易量的文化不是特别习惯。

过去20年大家可都是很信仰投行文化，90年代国内对高盛、摩根士丹利的美国投行文化已经达到一种崇拜的顶峰了，华尔街也达到了最盛的时候。

最盛的时候应该是90年代中期，我当时就觉得不太好，和我想走的是不同的路。投行文化就是交易、交易、交易，客户赚钱亏钱，至少在短期内，跟投行的关系不大。但我总觉得做什么事，还是要对长期的结果多多少少负一定的责任。所以我就开始考虑去别的地方。邓普顿其实几乎不到大学、商学院招人。正好当时是唯一的一年到哈佛商学院来，面谈后，他们对我感觉不错。他们的起薪确实要比投行低一些，但是我就觉得非常好，因为这才是真正作投资。

是种本能的选择？

对，一方面是本能选择，但实习经历还是挺有帮助的，做投行、券商这一块是交易驱动，作投资更多是要找到确实好的东西投进去。

有些朋友可能不一定会了解富兰克林·邓普顿这个集团，你能否简单介绍一下？

这也是一个比较典型的美国故事，邓普顿是一个非常优秀、非常超前的投资大

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

师，他年纪比巴菲特大一轮。在上一轮，他就是全世界最有名的投资人。他本身的经历也很出奇，他的第一桶金应该就是在美国大萧条的时候赚的。

是 1929 年大崩盘之后的 30 年代。

对，当所有的股票跌得一塌糊涂的时候，他借了一些钱，然后买了一批最便宜的股票，积累了他的第一桶金。他最大的成就应该是开创了所谓的全球投资的先河，就是作投资必须得从全球范围来看，我不是找美国的最好机会，也不是找欧洲的最好机会，我要找的是全球最好的投资机会。

这个直接影响了我此后的工作方法，我不是找最好的中国公司，也不是找最好的法国公司，而是找投资价值最好的公司，这个公司有可能在中国，也有可能在法国。

当时一个最典型的例子，五六十年代，邓普顿发现了日本机会，那时日本还是一个新兴市场，于是他大量投资，后来赚了好多钱。此后亚洲四小龙也让投资人赚了好多钱，我觉得从某种程度上说也是邓普顿在推波助澜。但到了 80 年代末，我们在日本就一点投资都没有了。当时在机构投资者里面绝对是一个另类，因为日本的指数权重很高。而邓普顿认为日本已经是一个泡沫，风险很大，事实也确实这样。

我秉承了邓普顿的理念。比如 2000 年互联网最热的时候，我管的基金就没有参与互联网；同时期，虽然我管的是一个全球基金，当时中国在全球指数中只有一点多，我在中国的配置是指数权重的 10 倍。这绝对是别的基金不敢做的、不敢想的，但是事实证明是非常正确的。邓普顿个人还有很多故事，他也写过一些投资方面的书。

感恩之心（Attitude of Gratitude）

邓普顿在国内不如巴菲特知名，但他是我最崇敬的一个人。

他经典的话有很多。他老是说一句话，感恩之心。回到我的开场白，为什么我这一路走来觉得最关键的是有人帮助我，因为我很感激这些人帮助我、认可我。邓普顿一直讲，人要有一颗感恩的心，你要永远有这样一个态度，就会常被人帮助。如果你老是觉得别人欠你什么，那就没有人愿意帮助你。

到了 1992 年的时候，他那时应该 80 多岁了，他就把公司卖给了富兰克林，同时也把所有的钱一分不剩全部捐给了慈善事业。

在 70 年代末，他就把公司从华尔街搬到了离佛罗里达大概半小时飞行路程的

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

巴哈马岛（Bahamas）。邓普顿的总部在佛罗里达。实际上很多买方公司，虽然说是在华尔街，但并不是在华尔街这个地理位置上，尤其买方的公司搬出去的很多，目的是要远离卖方的噪音。巴哈马岛上主要的一个岛叫拿骚（Nassau），里边住的都是一些欧洲的王室和电影明星，还有一些被通缉的人。像当时在捷克买股票的一个人，也是哈佛的，很年轻，乘捷克改制把工厂股权都发给工人的时候，站在街头收购股权，两三年后，政府发现他控制了捷克大部分公司的股权，然后政府找理由抓他，他就住到拿骚来了。一度美国政府还要调查邓普顿，说他搬到巴哈马岛去是为了避税。其实他是很简朴的一个人，他说我不是为了逃税，我的每分钱都会回馈社会，但是我希望我能够按我的意愿来做公益事业，而不是交给政府后由政府花掉，因为有的政府的行为我是不同意的。事实证明确实是这样，邓普顿最后一分钱没有留，全部捐了，包括牛津商学院，他捐了之后改名叫邓普顿学院，女王还给他颁发了爵士勋位，所以后来我们叫他约翰爵士（Sir John）。他是非常传奇的人物。

富兰克林也是挺有意思的，早期也是在华尔街，大概 70 年代搬到加州的旧金山，现在应该是第三代了。爷爷辈时，在华尔街还是很小的公司，到父亲那一代也不是特别大。他们主要是债券做得非常好，算比较早上市的资产管理公司。

上市公司叫 Franklin Resources。

上市时市值真的是小得可怜，可能就一两亿美元。富兰克林和邓普顿合并在当时是一个非常重要的事件，在这之前富兰克林主要是做债券为主，只能算是中型。1992 年与邓普顿合并以后，增长非常迅猛。一是正好赶上了全球投资热，二是正好赶上整个美国养老金、机构资金作大量股票和全球资产配置的时代。80 年代两家公司都不错，但是真变成一个所谓行业巨人，是在合并以后。最近（2011 年 10 月），公司首席执行官、第三代约翰逊，当选美国投资者协会（ICI）主席。

这是很高的荣誉。两个公司合并以后投资是各做各的，主要是在销售、中后台方面共享。富兰克林·邓普顿合并后又买了另外一家著名公司，叫 Mutual Series，创办人是大名鼎鼎的麦克尔·普里斯（Michael Price）。Mutual Series 做共同基金，尤其作积极主义投资，非常有名。在公司除邓普顿外，还有几个非常有名的明星经理，一个是邓普顿当时亲自选的徒弟，也是当时我所在的邓普顿全球投资顾问部门的投资总监，叫马克·霍洛威斯克（Mark Holowesko），他后来自己开了一个对冲基金，就叫霍洛威斯克基金（Holowesko Fund）。另外一个是马克·默比乌斯，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

做新兴市场的教父级人物。

你在邓普顿做了这么长时间，约翰爵士有一些名言，如“这次不一样，是最贵的几个字”，对我的影响也很深。包括前面你提到的另几位大师级人物，你能不能讲一讲你眼中的他们?

约翰爵士说的“This time is different, is very costly”，大意是大家在作投资时，特别是被冲昏了头脑后，喜欢自圆其说，而最喜欢用的解释就是：这次跟过去不一样。最典型的例子就是互联网泡沫时代的“十倍原则”。一个创业者做一张十页纸的幻灯片，就可以从VO（风险投资基金）拿到100万美元，过几个月以后就可以作价1 000万，即10倍的增长，然后很快就是上市，变成一个亿。实际上公司可能还只是一个概念，仅仅被很快倒了几手就翻了一个又一个10倍。像这种可能什么东西也没有的公司，你怎么给它定价？因为在美国上市对销售额和利润没有要求，只要市场接受就可以。当券商要来推这个股票的时候，因为别的理由都解释不通，没有赢利，甚至没有现金流，唯一能够自圆其说的说法就是“This time is different”，意思是这次我们面临的是一个空前绝后的新时期、新事物。也就是说，当你不能用理性思考的时候，你就说这次是不一样的。

反过来也是一样的，比如在亚洲金融风暴最严重的时候，俄罗斯国债违约，谁都不敢进，我们买俄罗斯天然气，市盈率是4倍，而且它所有的收入都是硬货币，欧元和美元。券商说为什么不买，解释就是这次不一样。

当这种解释出现的时候，你一定要反着做了。美国出现半导体，很多电子工业起来的时候，也是被疯狂地炒作；石油、化工塑料刚刚出现的时候，也是被疯狂地炒作；汽车行业出现的时候，也是被疯狂地炒作。每一次也都是说这一次跟过去不一样。

新兴市场大师马克·默比乌斯，你觉得他的成功之处，或者独到之处是什么?

我觉得马克是邓普顿投资最忠实的执行者，但是在此基础上他还有自己的一些发挥，另外我觉得他非常勤奋。在新兴市场他也是反复地看公司作研究，确实是很辛苦，从这方面来说他也是一个传奇式的人物，或者说是一个典范。看新兴市场的时候，你只坐在纽约伦敦的办公室肯定是不行的。因为在办公室里你拿到的资料是第二手、第三手的，但你必须得到第一手资料。好像在1987年或是1989年邓普顿给他配了一架专机，一个投资基金经理，配一架专机在全世界可能是独一无二的。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

马克可能也会成为前无古人后无来者的人。他没有结婚，也没有小孩，成天就住在他的飞机上或者酒店里，在全世界跑。90年代，大家觉得埃及、中国差不多，都是新兴市场的时候，有一个埃及公司要上市，送的材料都很漂亮。后来我们就专门去看——可能他们也没有想到别人会专门去看，我们才发现那个工厂几乎是空的，只有一台设备，材料上的照片是从不同角度拍的同一台设备，放在上面就让人觉得他们的设备很齐全。所以作新兴市场投资，必须要亲自去看这些公司。

有一句话是马克演绎出来的，后来大家也都在说："买入最好的时间是华尔街血流成河的时候，即使流的是你的血。"（The best time to buy, is when there is blood on the street，even it's your own blood.）

我当时看约翰爵士传记的时候，有一句话大致是这个意思，"不要问我哪里有机会，而要问我哪里最悲惨"，与这个类似。他还说过，行情在绝望中诞生，在犹豫中发展，在憧憬中成熟，在希望中毁灭。

他是这个意思：最悲惨，或者是最绝望的时候，就是你买入的最好时机，市场最乐观的时候就是你卖出的最好时机。而市场确实永远都是这样的，每次大家觉得晴空万里，股市会继续往上走，一点问题都没有的时候，就有一个大掉头。就这一点来说，他是很坚强的一个人，有时见他有股票狂跌，甚至跌得一塌糊涂的时候，他就说我原来每股10块钱买的股票，现在跌到5块钱了，这不是更好的买点吗？

你刚才提到霍洛威斯克，他有什么特点呢？

霍洛威斯克也应该是约翰爵士的一个忠实执行者，他是管全球的。马克和霍洛威斯克他们俩策略风格上有一点差别。另外霍洛威斯克可能是投资行业唯一一个参加奥运会的健将。他参加的是帆船比赛，代表巴哈马岛，虽然这个岛是小了点，但仍然能够说明他的竞争性很强，因为体力好到能够参加这种体育盛会的人实在不多。

麦克尔 · 普里斯呢？

麦克尔 · 普里斯，我没有太多的直接接触。他也是华尔街很有名的一个人，但他的投资风格就完全不一样了，属于特别强势的那种，一般买了问题公司以后他就强迫这些公司改组、合并。

历史上最有名的一个案例，就是化学银行（Chemical Bank）和摩根大通的合并。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

化学银行在美国历史上也曾风光无限。但当时它的股价已持续低迷多年，而且由于历史很长，最大的股东只有5%的股份，这个股东还是基金公司。管理层股份也很少，但控制了公司。

所以麦克尔买了化学银行10%的股份，然后就给管理层打电话，批评他们给投资者的回报太少，要求他们必须做几件事。但当时像化学银行的首席执行官这样的人是很牛的，觉得我干吗要理你，就好比现在国内一个基金公司的经理打电话给中国农业银行，告诉管理层农业银行应该怎么样。

他很强势，说你（化学银行的管理层）必须做几件事，人家说不做，然后他说你要不做，我就召开股东特别大会。管理层就紧张了，然后说我答应做你上次说的那几件事，能不能不开。这时麦克尔说，你答应我上次那几件事已经太晚了，你现在要把这个银行和那个谁一起合并，管理层说我们这个银行150年历史了，不可能和其他公司合并。接着麦克尔说我这个提案全都准备好了，股东大会肯定要开。管理层认栽了，只好说我们可以考虑合并，现在就开始谈判。这时麦克尔说，已经不是谈判的问题了，而是你必须马上从首席执行官的位子上下去。可见，他的紧箍咒是一次比一次紧，所以很快化学银行和摩根大通就合并了，这个首席执行官也落马了，过了一年，连“化学”的名字都去掉了。

《财富》杂志有一期的封面故事特别有意思，就是麦克尔的头像，配的标题是“华尔街上最可怕的‘狗娘养’的人”（*The Most Scaring SOB on Wall Street*），意思是美国这些大公司的首席执行官，最害怕听见的一句话，就是秘书告诉老板说，麦克尔·普里斯在电话上等你。他的投资风格叫积极股东主义，所以他们的基金做得也很不错。

执掌全球机会基金

话说回来，当时你进邓普顿，刚开始进去是做什么？

做分析员。我上班的第一天，找老板报到，这个人叫马克·约瑟夫（Marc Joseph），他拥有哈佛法学院和哈佛商学院的双学位，能够在哈佛同时拿到两个学位的人非常少。我去上班的第一天其实对自己要做什么根本不知道，一进他办公室，说了两句话，他说我们马上有一个电话会议，一起听听，一起参与。他大概讲了几句，马上就说，我们这儿刚来个新人，让他给你们讲一讲全球下一步的经济形势，以及股票市场怎么回事。我当时一下子晕头了，都不知道自己说了什么。公司这种

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

锻炼的机会比较多。

你是看什么行业呢？

我最开始是做中小盘股。

全球的中小盘股，那很综合的了。

这样就全球到处跑。看公司、问问题、读文件、建立数据模型，全都在外面做。这是非常好的一种锻炼，等于是从工作第一天就开始接触公司的首席执行官、首席财务官等高层。邓普顿有一个特点，一般不太愿意跟券商打交道。刚开始工作时和券商有一些来往，随着时间的推移，职位高了，就越来越少，到后来可能一年下来不会和券商通一次电话。我们开会时会直接问管理层很多问题，往往有时候券商把会议都安排好了，我们还让券商研究员到外面坐着，不让他们参加。

说个早期有关研究中国的故事吧。

早期中国上市公司都不太有代表性。1996 年、1997 年左右，鄂尔多斯羊绒衫在香港上市，是中小盘股。当时觉得这个公司很有特点，因为羊绒在一定气温的温度带才有。马克 · 约瑟夫虽然直接管几个基金，但还是亲自带我一起去了鄂尔多斯，让我真正体会到一手资料的重要性。

中国的习惯肯定是券商全程陪同，但我们完全相反，券商提供车辆也被我们拒绝了，也不接受公司提供车辆。马克说我们到那儿打车就完了。后来打车过去，天黑到路上什么都看不见，只模糊知道那边的煤非常多，一路上全是拉煤车，但第二天回来的时候才发现路途实在太危险了，首先那个出租车很破，其次呢，路上拉煤的全是大卡车，车上的煤堆得像山似的，一边开石头一边往下掉。出租车司机要不是很警觉的话，随时可能会撞到那些掉在路上的石头，或者被石头砸中。

这就是邓普顿所倡导的，作最原始的、一手的调研。重点公司再远也一定要亲自调研。这种经历对我的影响非常大。

你们的投资策略是从上至下的，还是从下至上的？如果是从下至上而且全部依靠内部研究，你需要覆盖的范围很大。

一般情况下，第一种方法是做模型筛选，就是监控基础数据，主要的参数包

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

括市值、增长率等，然后由系统筛选出符合条件的公司。往往是哪些公司引起注意呢？比如市值突然跌了一半的。跟过去相比，它现在市盈率、市净率很低，我们就要分析它大幅下跌是否由于短期因素，现在是否是进去的好机会，还是这个公司真的出了大问题。第二种方法是眼观耳听。比如我们在外面跑的时候，听起身边人提起某个公司，就应该随手进行调研印证。第三种方法是关注券商的意见。但是券商给的主意有时候得反着用。比如我突然收到好几个券商的邮件，告诉我应该卖掉哪个公司，这时候我们反而需要去认真看看这个公司。

你们不太重视华尔街的研究，我觉得和国内基金公司的反差可能很大。

投行、券商的目的就是让你交易。他们每天都要写出各式各样的报告，今天让你买，明天让你卖，不断给你意见。第一没有必要，第二很多是人为的噪音。所以一般这些券商来，我们会告诉他们不要每天给我们发报告和晨会提要，发了我们也不会看的。你一年只需要给我几个主意就可以了，告诉我应该买哪个股票，卖哪个股票，但你每一次提这个主意的时候，都必须说清楚为什么。

除此之外，我们有时需要见公司，会请券商帮我们安排一下，其他时候就别来找我了，这一点是非常明确的。就像刚才讲的，公司年轻人有时候还喜欢和券商打交道，是为了熟悉某个行业，有时候卖方分析员跟踪行业的时间很长，可以提供很多入门知识。但是越到后面我们越要尽量远离他们。举个例子，邓普顿有一个投资总监，一直跟踪汽车行业，自己也很喜欢车，特别是赛车，然而，一位在《机构投资者》(*Institutional Investors*) 杂志评比中名列前茅的汽车行业分析师告诉我，他给这个投资总监打了 15 年电话，到现在他一个都没有接。券商的目的是让你交易，以收佣金，而你必须尽量避免交易，因为每次交易都有成本。所以你跟券商走得太近，没有任何好处。

研究员要一段时间后才能管钱。你是什么时候开始管钱的？

1997 年，到邓普顿两年以后。两年后开始管钱，在邓普顿内部也算是非常少的。我当时管的第一个账户很小，好像才八九千万美元，但也算是比较重要的里程碑，因为是很有意思的账户，叫国家休闲慈善基金会 (National Recreation Foundation)。我 1999 年开始参与管理邓普顿全球机会基金，但不是团队主管，全面负责是从 2001 年、2002 年开始。所以我管机构独立账户的钱远远早于共同基金的钱。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

为什么让你管钱呢，你当时表现出什么特别的能力？

我觉得我的综合能力比较成熟，然后我看中的公司也不错，我又比较喜欢出去面对客户。在这个圈子里，哈佛光环在我面对客户的时候多多少少还是管用的。我当时管的第一个账户，也就是上面说的国家休闲慈善基金会，是一帮有钱人的后裔组织的，如摩根、西尔斯的后裔等。这样一个小圈子，在美国就像中国的麻友、牌友一样，一般一年会搞一两次公益活动。他们出钱到市中心修小公园，修篮球场，修足球场，修游泳池，虽然不是很大的事，但他们认为有意义。这些公益活动的开支，一般每年几百万美元，就是从我们的投资收益里出。他们每次开会，都要求我参加，但对我们没有严格的业绩要求，只要还不错就可以了。但是我们的业绩的确不错。当时他们20%的钱流动性要求较高，就做固定收益，剩下80%交给我们管，希望长期保值增值，因此他们没有给我设定投资限制。所以我把他们的钱用来作全球投资，而且做的是长线。我管这个账户，一直管到我离开邓普顿。差不多管了十几年。

回报应该说是非常不错，也没什么压力。如果某一年做得不好，甚至亏钱，我们只要如实汇报，说明原因、对趋势的看法以及我们的策略，他们也会认可，因为他们都知道我们是做长线的。最典型例子就是亚洲金融风暴时，我们说现在跌得很厉害，应该加仓，不应该减仓；互联网泡沫最疯狂的时候，我们肯定是跑输指数的，但告诉他们没事。后来确实证明我们是对的。所以给这种机构管钱当然是最好的，相对来讲压力没那么大。

大家熟悉你，是从全球机会基金这一较大型国际品牌基金开始的。你是华人中第一个作基本面投资做到这么高位置的，你为什么有机会管这么大的旗舰基金呢？

全球机会基金有一些特质，但在我们那儿不算旗舰，我们那儿最大的是邓普顿成长基金（Templeton Growth），这应该是全世界最老的全球基金，已经有60多年的历史了，而且其中50多年只有一个基金经理，就是约翰爵士，邓普顿他自己。他退了之后就是霍洛威斯克，可能管了十几年，一直到他做了自己的对冲基金。那个基金和全球机会基金的区别在于，全球机会没有任何区域、产业和盘子大小限制，我们内部叫“万向投资”（go any where，any style），算是最灵活的一只基金。而邓普顿成长基金，邓普顿真正的旗舰基金，因为盘子太大了，不能做中小盘股，都是做蓝筹。所以能管全球机会基金，我觉得非常幸运。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

你 1999 年开始管这个基金，当时有几个基金经理？

当时三个基金经理。应该是从 2001 年、2002 年开始我作为全面负责人。

超配中国，做中国概念股

当时你美国低配，日本低配，钱都配到哪里去了？

亚洲，拉丁美洲，欧洲等都是高配的。当时美国的权重好像是 50%~55%，我可能只配了 38%、39%，日本在相当长的时间内几乎零配，到后来才稍微有点，大概三五个点。中国超配得很厉害，最高达 15%。然后是拉丁美洲，我们很长一段时间是淡水河谷的第一大股东。虽然这个投的是所谓巴西，但实际上也和中国有关系。最后我们也超配了不少欧洲，因为当时欧洲正好有很多公司在作经营结构调整。我觉得那 10 年应该是做得挺顺利的，挺幸运的。

后来我还提出作一个问卷调查，让我们的分析员，和他们关注的所有公司，做一个标准的问卷：公司在中国的机会和挑战。我可能是行业中第一个提出这个问卷的，因为那时，在华尔街的印象中，中国是很弱小的。但我说中国的影响会是巨大的，它对世界经济的影响不一定会亚于互联网。

其中一个问题就是：如果中国对你来说是机会的话，你估计中国市场在你的销售额中占比会是多少。当然大部分的回答是占比很低，1%，或者是不到 1%。但又一个问题是：中国市场占你销售增长的比重有多少？有不少公司回答可能是 100%，即增长全部来自中国，别的地方都有可能是打平的。还有一个问题就是：如果中国对你来说是一个挑战的话，中国的产品在价格上和你的产品差距是多少，类似的产品在中国的价格是你的一半，1/3，还是多少？当时就是依据这个问卷的调查结果投了淡水河谷。淡水河谷的增长 100%来自中国，甚至还超过 100%，因为其他地区加起来是往下走的。此外还有一个类似的公司，就是日本的小松，专门向中国供给液压机的，也让我们赚了不少钱，也是通过作这些调查挑选出来的。

当时你们也给小松作过调查？

我们那时候已经投了一点小松，但很少。当时没人把小松当成中国概念股。我们发现它 100%的增长是从中国来的，其他市场加上日本能够维持就不错了。我们可能是最早看到小松的中国概念的团队之一。此外，我们还选了上海电气。当时西门

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

子在调查中谈到，中国生产商对他们造成了很大的价格压力，他们可能会选用中国的产品来替代一部分本国生产的产品，所以我们当时也是上海电气比较大的一个投资人。

你们投资比亚迪全身而退了？

当时比亚迪几天之内一下子跌了40%左右。我们说这个公司怎么回事，一看，原因就是王传福收购了西安的西飞汽车制造厂。当时所有的消息都很负面，因为如果在美国要上条新的汽车生产线，投资应该是10亿美元左右，出一个新的车型也要10亿美元左右，当时比亚迪作为一家小公司根本没有这个钱，而且它的主业是电池，收购西飞是很不靠谱的事情，而且还可能会把它的主业拖垮。

我们马上就开始研究这个公司。市场反应过度以后，它的定价比本身手机电池这块业务已经低了很多，而这块业务我们非常看好。所以我们就投资了比亚迪。

那时汽车其实还没有做。

我们还没有看它的汽车部分，只是看它的电池业务而成为其股东的。但一两年后也是一个非常偶然的机会，我去绍兴看那边的黄酒。正好有一帮人一起吃饭，大家不知道怎么就聊起比亚迪汽车了，坐在我旁边的一人说他已经把别的业务卖掉了，专心做全国第一家比亚迪经销商。我当时就很有兴趣，因为我已经投了它，于是就到这个经销商店里去看了。那个时候正好推出了F3，它是卖得最好的车。这个车确实做得挺漂亮的，价格也很低，因此订单很多，而且一般要提前6个月预订。我当时觉得很有意思，因为说明比亚迪把车这个事情做成了，而且没花多少钱。

这种信息对我来说总是很重要，你要等券商去调研出来，或者等公司在季报里告诉我们的时候，那就太晚了。所以当时我把这个事情摸清楚了以后，确认比亚迪汽车这块业务应该是已经迈过了门槛。那个时候我们就大幅度增持，变成它第一大流通股东。巴菲特后来投资，我觉得和邓普顿是它第一大股东肯定有关系。因为巴菲特主要投了两个比较重要的中国公司，比亚迪之外的中石油，也是在我们之后做的，而且我们也是第一大流通股东。

你什么时候卖的？为什么卖？

我彻底出完是每股50多块。在过程中就卖了不少，全部卖完，应是2009年。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

我卖完不久，股价还一直冲到 80 多块，至少在一段时间看来市场是对的，我是错的，我们等于还留了很多钱在桌上。当初为什么卖我觉得特别简单，因为从定价上看已经不合理了，比如市盈率是 80 倍。唯一的概念就是王传福要做一个更大的事，能不能做成的问题。

在美国投资界有一个说法，当一个公司在它的大堂里种上棕榈树的时候（因为棕榈树都很高，能种棕榈树的大堂，一定修得很气派，办公楼也一定很高），这就是该卖的时候。这个时候管理层已经膨胀得很厉害，觉得自己很了不起了。

企业家固然可以有很远大的追求，但是投资者可能不会跟着你投，毕竟投资者有非常现实的利益诉求。比亚迪从手机电池厂商发展成为全球增长最快的汽车企业，核心因素就是王传福的企业家精神。但是一个企业，爆发之后也需要沉淀。技术、管理以及文化，这些支撑伟大企业的基本元素，都是需要时间来积累的。当王传福提出“梦想是解决人类能源问题”的时候，我担心的正是比亚迪的沉淀和积累可能还不够。目前看来，比亚迪在新能源汽车方面，的确还有很长的路要走。不过，一个比较好的信号已经出现——在企业发展速度方面，比亚迪开始转向理性了。

基本投资理念：第一是估值要合理，第二是要有耐心

我们现在经历着国家主权债务危机，过去 20 年，你经历了那么多危机，有什么样的经验体会？

第一次危机对我来讲，就是 1997~1998 年的亚洲金融风暴，这绝对是一个非常好的锻炼。做基金经理如果没有亏过钱肯定是不成熟的，而且做基金经理肯定会有亏钱的时候。你只是希望你赚钱比亏钱多而已，谁要告诉你他是常胜将军，这肯定是扯淡。我那时刚刚接手负责东南亚，负责泰国。这个危机对我影响很大，一辈子都不会忘。当时正好和全家在外面度假，7 月 4 日美国国庆，就是那天泰巴贬值，一贬就贬了 40%。当时急忙终止度假回去了。

接下来那些日子确实很难受，每天看投资组合的价值，因为不仅我自己管的钱在亏，我们整个公司我负责的相关股票每天都在往下跌，在公司这一个层面，每天是几个亿的亏损。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

每天无数人责问你。

对，无数个问题，现在是要斩仓，还是要扛住，还是加？你必须要回答，你必须得有一个主意。就像我跟我们团队讲的，做基金，作投资，你必须要有一个观点，你不能没有观点。你的观点有可能是错的，或者是不成熟的，但是你必须要讲出一个观点来，即使错误的观点，也有可能会提醒别人，激发别人的思考。所以当时压力是很大的，之后我还真是大病了一场。

后来陆陆续续有很多危机，尤其你管那么大的一个全球基金。比如说“9·11”恐怖袭击事件，比如说后来2007年、2008年次贷危机，当时觉得世界末日到了吗？

没有。首先在面对这几个危机的时候，我觉得邓普顿总的来说是很淡定的。因为我刚工作的时候，约翰爵士就在讲，他一辈子作投资，经历过好几次战争、大萧条、大的自然灾害，有一条没有变，就是投资本身的一些基本的规律。所以“淡定”是这个公司的文化底蕴。公司文化在关键的时候很容易提供信心，最典型的例子就是互联网，互联网到了高峰的时候占指数的权重比例已经相当高了，通信传媒科技（TMT）这三个加起来，可能甚至达到了30%。

而邓普顿一直是轻配，这个时候其实开始出现了怀疑，甚至相互指责，我们是不是错过了历史上最难得的机会，我们是不是思想固化？世界已经变了！因为面对持续落后，每个人都会有压力。我们没有投互联网，但它的权重在指数里的确是越来越高。

有人说互联网已经变成这么大的一个行业，居然没有人看。所以我就看了。我接手也还是比较谨慎，所以也没有把基金套里面去。而波士顿有一家很老牌的基金公司，它就是在互联网泡沫的最后冲进去的。

而我们面对投资者其实挺简单的，我们一直讲这是一个泡沫，认为这个泡沫会破掉。等待过程也确实很难受，但是泡沫破灭以后，投资人发现我们这边没有太多投资时，我们一下就成了英雄。所以你为投资者讲的故事，必须一直是一致的。

互联网泡沫时期，以及后面这几次风暴，我们能安然度过，第一是由于企业文化比较淡定；第二是在这几个大的风暴、泡沫之时，当内部争论变得激烈时，公司还是有一些在邓普顿干了好多年的老人站出来说，这种事情发生过多次，就把大家安抚下来了。基金公司中，一个有文化的、有历史的公司和没有历史的新公司的区别就在于，关键时候新公司有可能就扛不住了。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

互联网是这样，次债就更是这样了。其实富兰克林大概从 2005 年就开始讲，次贷是一个问题，房地产绝对不能碰。

我当时去美国较多，关于房地产泡沫的说法在 2003 年、2004 年就有了，反正那个时候大家一直在争论，争了好几年，还拿出各种各样的数据来说。但是真正不碰的人很少，大家多少都投进去了。

在这个方面，邓普顿一点都没受伤。压力是很正常的，要扛得住。

像“9 · 11”恐怖袭击这样的事件，当时富兰克林 · 邓普顿比较自然的反应就是，当市场狂跌的时候，大家肯定要一起开会。这个时候更多的人会表达这样一个意见：现在有什么东西可以买。因为我们要看今后 3 年会怎么样，今后 5 年会怎么样。

你的投资理念，应该得到了邓普顿优秀的理念传承，如国际视野、着手基本面、着眼长远等。能否总结一下你的投资理念是如何丰富和发展的？

我觉得投资最重要的第一点就是，估值要合理。我们经常说一个非常好的公司，不一定有非常好的投资机会，要是定价太高的话。但是反过来，一个一般的公司，却有可能代表一个最优秀的投资机会。我非常强调的一点就是，买的价格一定要好，你买的价格好，以后早晚有机会能够赚钱出来，大不了等一个周期而已。如果你买的价格非常高，我们说高就是和它的赢利的能力相比，你要赚钱出来的可能性就很小，除非这个公司真是爆炸式地成长。但是实际我们发现全球范围内真正爆炸性增长的公司很少，你要撞上那几家多半是运气。首先想的不应是要去寻找最暴富的机会或者爆炸性增长，而是想这个公司即使在最糟的情况下，它是不是还能产生一定的赢利或现金流，和你买进去的价格相比是不是很值。如果到时候它真的有非常好的增长机会，对你来讲就是一个额外的收益。所以在我心中，投资最重要的就是看价值，这是第一理念。

第二，我觉得耐心非常重要。投资真正要赚钱肯定至少要等两三年。你想快钱进去、快钱出来，我个人认为是不可能持续的，除非你是幸运的。但干这行不能靠幸运吃饭。在投一个公司的时候，就不要想着五六个月以后，一年以后我赚多少钱，至少应该是两三年以后。为什么是两三年以后，因为一般情况下，公司两三年以后的情况很多人不关心，很多人也没去琢磨，所以使得今天有一个让你以比较合理的价格进去的机会。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

其实国内早期投资重视常识，很朴素。后来从华尔街引进很多稀奇古怪的理论，包括金融工具，也没搞明白，使很多专业投资者追求把投资越来越复杂化。

邓普顿觉得投资公司就是当股东，而不是买票据。当股东要有怎么样的心态呢，比如说你想投楼下的餐馆，你首先得想你愿不愿意当这个餐馆的股东，愿不愿意当这个餐馆的老板。而不是买了一张票据的心态，希望明天有人以更高的价格接手。这两种心态是完全不一样的。前者你还真得到楼下餐厅里琢磨，它是不是菜做得不错，客人是不是越来越多，当了这个餐馆的股东以后你会不会被套住；而后者更像赌博，离实际投资对象很远。

现在国内很崇尚成长投资，希望跨上大牛股。基金经理也以组合中有牛股为荣，希望找到涨10倍、50倍的股票，把个案当成一个投资者追求的目标。你总结十多年的全球投资经历，碰到这种赚几十倍的股票的机会多吗？

这种机会非常少。我的组合里面大部分是回报率比较正常的公司，一年10%~15%。肯定也会出现一两家有问题的公司，因为在美国或者说全球资本市场里，买的公司有可能彻底倒闭，有可能被摘牌，我也踩过几次地雷。你的目的只能是让这种情况尽量少一点。另外，也确实会有几只股票表现得非常好。但是单靠这几只肯定是不行的，所以我觉得对于投资者来讲，首先中间这块不能出问题，大部分公司应该产生比较平稳的回报。但是这个可能也和管的基金规模有关系，如果你管的钱比较少，有一只股票你盯准了以后，涨了几十倍，其他都无所谓了，那是可能的。像邓普顿这么大的金融机构，这种可能性几乎没有。因为钱很多，要靠一只股票把收益率扛起来很难。

你在投资中有没有这样刻意去追求过？

没有。我们追求的是中间这部分，像上面说的，能投到爆炸性增长的公司几乎是要靠机遇的。如果你的组合仅仅是因为一只股票而有不错的整体业绩，美国投资者也会特别关注，他们会分析不包含这只股票的组合表现。

他希望你是很全面、可持续的。

是的。原因很简单，第一，你的业绩要可重复，上一拨你找到了一个爆发式的公司，下一拨还可以找到吗？这个是很不确定的；第二，爆发式的公司一个最大的特

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

点就是基数比较小，你管的规模大了以后，靠少数股票支撑业绩的可能性就变小了。

关注中国产生世界级的公司

你有全球视野，对美国政治、经济情况也比较清楚，对欧洲也比较了解，危机如何开始已经不重要了，现在你觉得会如何结束呢？

我觉得唱衰美国肯定是不对的，同样唱衰中国也是不对的。我自己亲身体会有很多。80年代中期出国的时候，日本企业发展很快，到了90年代初，商学院很多教材都是讲怎么能够让美国的企业学习日本。1993~1995年在哈佛商学院，很多80年代末、90年初的案例，是唱衰美国的。而那个时候正好是美国新一波上升的开始。第一，美国上下忧患意识很强；第二，美国还不是简简单单一个国家，它确确实实用理念制度吸引了全世界的人才。从某种意义上讲，像科技或者工程这些方面的一些新的发展，它不是国家队的概念，它是一个世界队的概念。比如硅谷，当地土生土长的美国人，来自全世界各地的第一代、第二代、第三代移民，以及中国人、印度人、以色列人，都有。所以在这种程度上美国代表的是一个世界队，事实也证明，就是上次最唱衰美国，唱旺日本的时候，不出几年就掉了一个个儿。

美国的再生能力很强。最有名的例子是信息技术行业。当时日本投了大量的钱做超级计算机。日本政府把大公司，最有名的如NEC、东芝等全都弄到一起，然后由日本政府指定一个部门来牵头，做超级计算机，砸了很多钱进去。这个说起来是好事，就是集中力量办大事，但是它的严重问题在这个牵头的人，如果不是最厉害的人，他就可能把这个项目引入歧途了。政府做事很有可能赶不上市场，因为他们不是乔布斯，也不是盖茨这种人。我不是说我们中国会出同样问题，但是如果中国出同样的问题我毫不奇怪。

而美国硅谷那时候正好在悄悄进行另外一种发展，没有谁来组织集中力量办大事，而是一些中小型的公司，包括当时的微软在从事计算机的研发。但硅谷走的是微机的概念，超级计算机可能有一层楼这么大，微机相对很小，成本也很低，但是把很多微机联起来，做互联网行业，就比超级计算机更厉害了。再加上VC、PE基金推波助澜，硅谷的技术很快就超过了日本。

历史赌的不是那么一两个官员有远见，而是市场的这批人。日本在超级计算机上应该说是大伤元气，使得日本这些技术公司一下子全部落在后面了。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

你非常看好加州的绿色发展革命？

我两个星期前在京举办了一个小型讨论会，参与者包括加州议会绿色发展委员会主席和他带领的加州贸易代表团，以及我邀请的一些嘉宾。我认为绿色发展将是一个很重要的领域，加州现在走在很前面，加州议会还专门设有绿色发展委员会。它的绿色发展包括好几个方面，第一个是再生能源。能源问题确实是一个关乎人类未来的比较头疼的问题。新兴市场对能源需求越来越多，这是看得见的，比如中国想开车的人越来越多，想装空调的人也越来越多。绿色能源既要解决能源供应，又要保护地球，保护环境。第二个力推的方向是绿色化学品，包括工业用的、农业用的和日常用的。比如牙膏和肥皂液，冲入下水道后，远期会不会对土壤和水流形成污染。第三个更大的方面，也是非常关键的，就是绿色食品，比如食品安全。

我们统计了一下，2010年年初到2011年的6月底，全世界一共有45笔大额PE投资投向绿色产业。其中20笔，也就是接近一半是在加州，如果按照美元额度来统计，60%~65%是在加州。这意味着全世界所有其他国家加上美国所有其他地方，都比不上加州和硅谷。所以我觉得下一轮所谓的绿色革命，加州可能还是会领先。

最近我正好去太原参加了中原六省博览会。2010年，国务院批山西为国家资源型经济转型综合配套改革试验区，这个试验区有很多优惠政策，比当年深圳还多。这次博览会的主题就是讲怎么转型，如何从挖煤变成可持续发展，以减少对地球的破坏。我在会上作了发言，首先就讲这个转型更多是一个理念和机制的转型，是持续的、无休止的，而不是一个简简单单从挖煤，转到煤化工或者其他某个行业的转型。我说其实最典型的转型案例就是加州，加州早年在东部看来，也是一个文化水平相对落后，靠资源、黄金、石油生存发展的地方。但是后来，由于正确的转型，它成功地赶上了每一波经济革命。特别要提到的是，投资机构在加州的转型中功不可没，加州的VC和PE非常多，都活动在市场第一线，他们嗅觉非常灵敏，往往能探测到最先进的生产力。

虽然美国现在面临各种问题，但要说唱衰美国，为时太早，毕竟美国的观念、机制还非常领先。中国要发展，与美国合作很重要。

刚才你也说了不能唱衰中国，但同事跟我反映，虽然从全球路演回来，国外对中国一片乐观，但中国内部却充满了忧患，你怎么看？

我觉得忧患意识一定要有，就像企业一样，一旦没有忧患意识，肯定就走下坡

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

路。我觉得中国面临的问题中，房价问题比较严峻，房地产泡沫有可能拖垮经济。而股市虽然也大幅波动，但对经济的伤害远远小于房地产，比如互联网泡沫。因为投到股市的钱，大部分是额外的储蓄。

中国的房地产泡沫有当时加州严重吗?

我觉得更严重。房地产泡沫先后把日本和美国经济拖垮了。因为房价下跌有可能拖累银行系统。而且我觉得房价太高，对社会也是伤害，有可能引起巨大的动荡，因为年轻人或者新搬到城市里的人看不到希望。

那这个问题的解决方案是什么呢，大量建保障房?

一是大量建保障房，二是国家应该把土地供应适当放开。中国需要保护的是良田，像盐碱地和滩涂地等，反正也种不了东西，完全可以用来盖房。你在北京开车稍微转一转，空地还是很多的。边际买家和边际卖家决定价格。最后1%的供应价格降低了，市场就下来了。股票也一样，今天多1%的人在卖这个股，股价马上就跌下去，多1%的人在买，马上就涨上来。

你在华尔街最早作有关中国的问卷调查，并大量投资中国，你觉得现在的中国跟当时的中国有什么不一样呢，投资机会有什么不一样呢?

我觉得投资中国也分几个阶段，第一个阶段其实都是在交学费，包括邓普顿，早期上市的中国公司，很多现在已经不存在了，所以早期作投资的很可能会亏钱。全球视野的邓普顿是最早关注中国的投资者之一，当时我们投了熊猫电子、上海第一铅笔、北京的友谊商店等较早上市的B股，然后还零零散散地投了一些红筹股，比如中集、蛇口港，还有华电等，我都亲自跑过。这些公司里有的很不错，像华电，有的就彻底倒下了，包括做电冰箱的科龙。所以有的赚钱，有的亏钱，但是总的来讲是平平的。

在那个时候中国只占全球指数零点几。真正在中国赚钱的是第二拨，也就是中海油、中石油、中人寿、神华以及国有银行等大国企上市时。当时境外投资者对国企是有点抵触情绪的，原因很简单，以前投的法国国企，或者在撒切尔之前英国的国企，都难赚钱，后来撒切尔不是把英国国企全私有化了吗？但中国当时确实有点不一样，虽然是国企，但是这些国企老板拼命想市场化，他们想通过市场化减少政

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

府的控制。还有一点，国企在很多地方是垄断的，在中国拿资源，国企比民营企业容易很多。所以这一拨应该说我们是彻底赶上了。

我觉得现在下一步最重要的就是中国的企业能不能真正实现国际化。全球化趋势是没法阻挡的，这个世界越来越小，企业一定要有全球视野才能长足发展。将来中国最好的企业不一定是只在中国做生意做得最好的企业，而是在全世界范围内做得最好的企业。所以现在我们看中国，比如装备制造业，有没有可能在保持价格优势的基础上，提升附加值？换句话说，就是提供性价比很好的产品。我觉得这个行业中一定会出现一批在全球市场上有竞争力的公司。如果能够把握住这个机会，这个行业就会是一个很好的投资方向，因为中国的技术、产品和发达国家的差距已经越来越小，价格上可能还会有很大的优势，再加上有一个很大的国内市场的支持。所以下一步作投资国际视野可能更重要，应该挑选在全球范围内有竞争力的公司。

是这一理念促使你回国成立了融源资本吗？作为董事长，你觉得融源的投资和之前作的投资，在本质上或者组织形式上又有什么样的差别？

其实做的事跟过去基本一样，原来虽然是做二级市场，但也是看三年五年，而且一旦进去也往往是较大的流通股东。从这一点看，实际跟PE是一样的，我们买的是公司，不是票据。所以从看公司、看行业这方面，是一样的。

也有一些区别。第一就是上市公司的公开信息会多一些，但这不一定是好事，因为有的信息反而不能告诉你，告诉你就成了内幕信息。

上市公司的公开信息，从一方面看信息量很大，从另外一方面看又是残缺不全的。在某种程度上讲，未上市公司信息有限，但是你和管理层的交流可以更透彻一点，因为没有所谓内幕信息的担心。

还有一个就是做PE的在结构设计上有更大的空间，而二级市场看好买就完了。在投资方向和策略方面，除了延续我原来做的东西，我更关注那些可能变成世界级企业的中国公司，后者是我要盯的大策略。因为投这些公司，尤其还没有上市的，我们可以帮助它们早些成为全球化、世界级的中国公司。

我们下一步可能要做美元基金，原因是很多中国企业现在面临着历史性的机会，有可能通过境外兼并收购一步到位成为世界级的公司。下一步我的投资团队也会朝这个方向努力，打造全球投资的本领。目的很简单，通过资本的推动，让一批中国公司变成全球级的公司。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

虽然有的中国公司论销售、论市值已经是全球级的大公司，但是它们严格意义上还不是全球大公司，因为它们的业务99%在国内。

成功的性格因素：乐观、自信

这么多年，你觉得自己的成功因素，包括性格因素、家庭因素或者是成长背景，有什么对你的作用是最大的，你能不能找到呢？

我觉得小孩成长的这个环境，信心是很重要的。包括我的两个小孩，我也是非常注意这一点。小孩在长大的过程中，第一要让他感觉到，他很有能力，他想做的事都可以做成。当然我不否认逆境也可能造就真正的成功者。

曾经得过奥斯卡最佳外语片奖的意大利电影《美丽人生》（*Life is Beautiful*）就讲了这样一个例子。影片讲的是父亲被抓到集中营里去，但为了保护他的小孩，就一直告诉他这是大人在玩游戏。实际上这个小孩一直在充满人性、充满爱的环境中长大。没有从小就在心理上受到很大的压制。我看这部电影的时候还是比较感动的，因为我家也有类似这样一段经历。我父亲也是非常能干的，“文革”时受到冲击，因为我父亲家是一个大的家族。到“四人帮”倒台之前，实际我父亲一直被冲击得很厉害，但是我不知道。

“四人帮”垮台时是1976年，你不到13岁。

那时我家在成都，“文革”时父亲被下放了，我暑假才能见他。但是回想起来每次见到父亲，他总是非常的快乐，根本看不出来他正在受到巨大的政治迫害，在家里也从来没有跟我们提起过一点这样的事情。所以我上小学时很快乐，当少先队员戴红领巾，都很积极，那个时候家里有什么问题的话，所谓的政治成分不好，你在学校里就抬不起头，夹着尾巴做人，但是我完全没有。所以回头一看我觉得我父亲非常伟大。父亲在外面承受着巨大的精神压力，但是他没有带回家里，反而让我在一个特别积极向上、健康乐观的环境中长大。我觉得这对我后来形成乐观、自信的性格起到了关键作用。当遇到挫折时，我都觉得可以迈过那些坎。

你平时喜欢看什么样的书，能否给我们普通投资者一些建议？或者在训练投资能力方面有什么样的建议？

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

我什么东西都看，很杂，拿到什么就看什么，但是有的东西看得很快，有的东西看得很慢。不管我飞哪个航班，香港飞上海，上海去香港，一上飞机就请她们把所有的报纸都给我一份。

你就是喜欢很多信息。

对，我说 20 份报纸一样一份，空姐说你要不看英文的，要不看中文的，要不看商业的，要不就看点综合的。我说所有的，所有的杂志也一样一份。

你觉得自己性格中比较适合作投资的是什么，或者不适合作投资的是什么？

我觉得作投资的人第一肯定要非常乐观，因为你投的是未来，所以如果一个人不乐观，就很难做好。你总是要认为将来会比现在更好，才会去作投资，否则你肯定不会投。乐观的人可能会有一些其他特征，比如有很多兴趣、喜欢体育活动，等等。

第二我觉得作投资的人要有观点和想法。我跟投资团队开会，有人讲，有人就不讲，不讲的我说你必须得讲，如果作投资你没有观点，你就毫无价值。你要把观点说出来，可能是错误的，可能是不成熟的，甚至是幼稚的，但有可能引出别人的一些思考，那就有价值。所以一定要有观点，当然观点是建立在你有一定的经历、知识面的基础上的。

第三要有勇气。往往最成功的一些投资，在刚投的时候可能是最看不懂的时候，尤其是做二级市场，别人都不看好的东西你看好，你买进去才会是最好的价格，这就需要巨大的勇气。因为有可能 10 个人坐在一起，9 个人是反对的。或者是你读所有的报告，其他人都反对，你怎么证明自己是对的，这时候勇气也挺重要的。约翰爵士也灌输过很多这种理念，就是投资实际是很艰辛的一个过程，你就像一个孤独的行者，这个过程实际是很艰辛的，因为你一直会问自己，是不是自己错了。

要是时间流转，再回到 16 年前，你刚作投资的时候，你会给当年的你哪些建议？从哪个方面着手，未来离成功会更近一点？

我觉得作投资总的来讲还是一门科学，所以我觉得开始一定要基本功扎实。比如你要能够做所有的财务模型，问的问题要上升到一定高度，你不能只是说，今年销售量怎么样，而要具体落实到销售量是怎么回事，然后每个产品，竞争对手是怎么回事，毛利、折旧是怎么回事，所有这些你都要知道。这要求你必须具备一定的

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

基本功。就像作科学研究，数理化基础不够的话，我觉得是不行的。

自学成才的股神，有可能他们确实很聪明，也能够赚很多钱。但是我总觉得从科学角度来讲的话，如果你没有受过正规训练，那就是在碰运气。而且投资人有一个最大的特点，说穿了就是万金油，什么都得知道一点，你随便聊一个话题我都可以跟你侃一下。但我们其实对哪个行业都不是最专的专家，比如我要跟别人谈石油，我肯定谈不过做石油的人，但是为什么反过来我们投石油会很赚钱，那就是因为投资要求你具备很广的知识面和很强的综合能力。

所以我觉得对年轻人还有一种要求，一定要是一个学习型的人才。因为投资行业的最大特点是，绝对的学无止境，因为每天都有新的东西出现。哪怕你买了一只股票这一辈子都不卖，但是这个公司它也面临新的产品，新的竞争对手，所以你每一天都要学新的东西，每一天你到了办公室，都会发现这个事怎么没完没了，一直得学习才能跟得上行业的发展。

有的科学家还真是卖个老本就行了。但是作投资，你每年都要出活，10 年前你是收益最高的，今年你做不上去就完蛋了。所以我们这个行业的人必须得是能够不断学习的人才。一个人好学不好学，也没有统一的标准，但是你可以根据他过去的经历，读书能力怎么样，然后中学、大学、研究生怎么样，是不是也跨了什么学科来判断。跨学科这种人的特点是学习能力比较强。所以我觉得对于年轻人来讲，第一基本功要扎实，第二知识面要广，而且跨度要大。有一个榜样，是我永远跟不上的，这个人叫约翰 · 杜尔（John Doerr），就是凯鹏华盈（KPCB）的管理合伙人，很有名的风险投资家。

到他家里吃饭，发现几间房里全摆满了书。他告诉我，他的生活习惯是一天读一本书，什么书都可以。杜尔是英特尔公司的创始人，在VC方面也是“前无古人，后无来者”的大师。

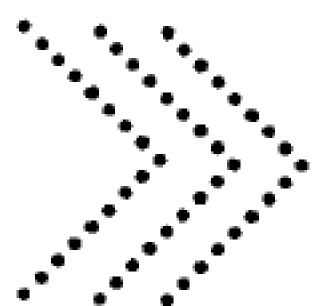
全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

张涵　生活方式决定投资高度

个人专业投资者[深圳]

张涵，1964年生于江苏。毕业于北京大学化学系。历任深圳蛇口招商港务股份有限公司证券部经理、中国技术进出口总公司金融部副总经理、上海投资顾问有限公司总经理、国信证券基金部负责人。1998年年底张涵代表国信参与筹备的鹏华基金管理公司成立，张涵出任总经理助理兼基金管理部总监、基金普惠基金经理。张涵任职的那一年多正值中国股市"5·19"行情前后，业绩列第二名。2001年，张涵加盟融通基金管理公司，任副总经理、投资总监。张涵在融通构建了投研体系，2003年，公司封闭式基金基金通乾和开放式基金融通新蓝筹均超过市场10个点左右，位居市场前列。作为第二批成立的公司，融通投研实力和投资业绩此期间上升到业内较具影响力的位置。2004年年初，张涵离开融通之后，出任长城基金总经理，但一年后即离任。张涵一直追求投资行云流水、流畅投资，不愿受任何干扰和干预，这需要非常强的管理层支持。结束了基金公司生活的张涵，既不愿意成立公司，更不愿意做阳光私募，成了一名纯粹实践投资理想的个人专业投资者。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



2000 年左右我还在平安的时候就见过张涵了，当时他在鹏华。当时的基金经理都很牛，自认为比券商、保险高一等，张涵却是例外。跟张涵接触比较多是他到融通的时候，尤其是 2003 年起来往甚密。当时基金行业度过了“基金黑幕”，股市经历了两年的熊市才开始有热点。那段时间我在保险资产管理，跟着张涵那一代的投资总监、基金经理，觉得他们都充满了理想主义。当时的市场是一个新旧时代在交替，从传统的坐庄时代到新的以基本面为主的，投资、投机相结合的时代。那个时代江作良、张涵、肖华、王亚伟等都已经声名日隆，这一批很优秀的基金经理，对整个行业来说也是带来了一个新的面貌。这些人不仅重视基本面，而且对中国国情的理解也很清楚，国外的理论，国内的实际，加上国际视野、前沿理论，同时有很多年对中国历史根源、上市公司行为的理解。

回想共同基金业的前 10 年（1998~2007 年）真是黄金岁月、鼎盛时期，神秘感的基金经理、资金优势、专业优势、政策支持，社会资金迅速集中到共同基金行业。但正因如此，基金业是如此有利可图，以至于股东利益与投资利益在某些公司冲突严重。后来张涵因为各种各样的原因，离开了他一手建立起投研体系的融通，引起了当时在保险资产管理的我对基金公司治理结构的高度关注。从那时起，我将基金评价体系中的基金公司治理，排在了

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第一权重的位置。

后来张涵还是被长城基金请过去做总经理。我感觉到他出山应该是希望能够从一个投资出身的副总变成总经理，从而能改善基金公司的生态。张涵多年后专门说过，看一个基金公司，如果公司的总经理做过投资主管的话，可能这个公司的文化会相对比较倾向于投资，真正变成一个投资主导的公司，而不是一个行政性的公司。但是如此大的利益和如此的大环境，作投资的同时又能做好总经理的人有几个？

张涵是对我有较大影响的投资者。他当初全情投入按自己理想筹备融通基金的情景我记忆犹新。张涵告诉了我投资勤奋的重要性，在掌握了投资的宽度和深度后，他对投资"行云流水"的追求，与其说是一种投资技巧，不如说是对无边界、无拘束的投资自由的追求。在当今，专业投资经理考虑太多问题和制约条件的时候，有些是组织障碍，有些是内心心魔，不如想想如何能获得自由，无论是从组织形式上获得，还是从自己的投资技能上获得。

基于此，5 年后，张涵提出生活方式决定论，他认为生活方式决定企业家的高度，同样，生活方式决定投资的高度。企业家如果没有将事业作为其生活方式的核心，做不成优秀企业家；投资者没有找到与生活方式统一且有效的投资方式，肯定会非常痛苦。并且更重要的是，有高度的生活方式，才决定有高度的投资水平。

人为什么能"坚持"吃饭、睡觉、玩？因为这是人的生活方式。历史变迁对人的生活方式影响也是很大的，汉代人都是席地而坐的，明清人爱硬座，现代人却爱沙发。企业家每天都在琢磨怎么发展，企业自然就不错；反过来一些老板天天想打球，却想找个职业经理人来打理经营，最后成功的少之又少。巴菲特一辈子坚持做一件事，只投资一流的企业和他信任且利益机制一致的管理人，积累了如此多的财富、到如此的高龄还有兴趣活跃地寻找投资机会，是把投资和生活统一起来的代表。而一般人，没有持续投入精力和时间，却想从股市赚钱，实在没有道理轮到他做梦能致富。我见过一些基金经理，连上市公司都很少交流，上市公司的定期报告都不怎么看，最多听听研究员消息、炒炒股，却想成为明星基金经理，也让人莫名惊诧。

把投资当做生活，你就会像吃饭、睡觉一样，对作投资研究是每天甚至每时每刻都不会丢下的。在勤奋和职业成瘾的人眼中，生活中到处都是可思考、可联系起来的信息。在聚会上不断交流有价值的信息的基金经理，与一见面就谈球谈女人，最多只谈谈内幕信息的基金经理，高下立分。勤奋和投资，只是与生活方式的融入的一个基础方面，更重要的是人的世界观和道德品行。不相信勤劳致富的人永远都

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

是想投机取巧，品格不刚的人一遇逆境就变节。我见过10年前在“基金黑幕”中主参与的人，有些已经修炼成为价值投资者，但更多的还是一见面就谈操纵和勾结。

张涵喜欢读的一本书是50年代在中国引进时即引起排队抢购的法国作家罗曼·罗兰的《约翰·克利斯朵夫》。克利斯朵夫是一名正直、自强不息的音乐家，他反抗当时社会的黑暗虚伪，致力于实现自己内心的音乐精神和人文精神，到老年时，他与社会和解。那本书既是一名勤奋和进步音乐家的人生经历，更是我们每个人追求内心中真善美的历程写照，激励和感动了许多五六十年代人。

每次见张涵，肯定有新的见闻。张涵非常勤奋地阅读并持续写投资笔记，经常像我的投资老师一样解答我对行业投资的问题。周日，约一二知己，找一间美食餐馆的包房，点上一大桌子精美的广东点心，泡上自带的茶，岂不是人生一大快事！何况访谈中，张涵说得多，我吃得多，让我物质精神双丰收。很抱歉让张涵几小时聊下来，最后只匆匆吃了点残羹冷炙。

>·——·<

中国证券市场的资源诅咒

证券市场20年了，作为一个业界老人，你能否对证券市场作一个简单的回顾？

证券市场真正开锣在1990年，我开始入行还没有交易所。1988年我在蛇口港务公司，深交所000024的那个前身。中国证券市场起步到现在21年，当初所有的人对证券市场都不是很了解，联办的高西庆他们那一堆人就在推动中国的证券市场。那些人给我们描述了一个远景，其实大家都不懂这个远景究竟是什么。上海、深圳也已经先干起来了，都有了柜台交易市场。

后来我们去看一大堆书，像《战胜华尔街》、《华尔街漫步》、《华尔街崛起》，诸如此类的。真正知道什么是证券市场，我觉得还是2000年以后，甚至快到2005年，在那样一个漫长的熊市里，才慢慢想这个市场，对整个社会意味着什么，一个可能是年龄大的原因，还有一个中国的经济确实是发展到一个程度了，开放的程度也够了，对公司的本质是什么，慢慢地开始琢磨。这确实是一个自然的过程。像朱焕良

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

(操纵亿安科技股票的"庄家")讲过的一句话，挺经典的，就是一只股票你要不卖它，你的利润从哪里实现呢？朱焕良认为你买了股票，做了一大堆局，然后把它拉升了，可是最终你要体现你的价值，还是要把这股票卖了，这是朱焕良对证券市场最本质的认识。今天我估计这个市场里面，可能还有70%、80%的人都还是朱焕良的信徒。中国证券市场就没有从根本上脱掉这个东西。从这个角度来说股权分置是非常有意义的。股权分置以前就没有市值管理的概念，股权分置以后，因为你的市值是一个可以兑现的市值，所以市值管理的概念才变得重要。所以我一直觉得股权分置和中国持续的开放、不断的改革有关，促使证券市场从机制上更合理，让它内部有一个利益平衡的机制，而不是越来越烂的一个机制，劣币驱逐良币。

过去这20年证券市场你是怎么划分的？

2001年互联网股票泡沫的破裂，股市从2 000多点跌到2005年的1 000点，我觉得是非常有意义的。然后是2005年开始的股权分置改革，我跟别人开玩笑，相当于1949年天安门城楼的一声炮响。真正开始国际化，是从2008年这次的金融风暴。2008年全球的金融危机，对中国证券市场也是一个重要的分水岭，彻彻底底开始国际化了。

历史肯定不能假设，发生的都已经发生了，而且我自己觉得历史也不能逾越，有它的必然性。可能2005年发生还是2008年发生，有偶然性。历史经常在该拐弯的时候没拐。你该交的学费一定要交，该走过的黑暗期一定要走过。所以就像我们这种误打误撞进入这个市场里的人，从基础知识为零开始学习，学习到今天，真是觉得自己才刚刚开始进门，才看到了隧道尽头那一点点光亮，才不完全在黑暗中。现在回头去看，有时候可能会想，我们在1990年刚开始的时候，如果就把它设计成全流通，因为全世界基本都是全流通的，我们那个时候怎么样，我们今天会怎么样，其实这种假设是不成立的，那个时候还争论姓资姓社呢！到了1992年南方讲话那时候，小平关于证券市场的讲话，讲了九个字，叫"允许看，坚决试，可以关"。像高西庆他们，最早1987年开始搞联办，最后跟着刘鸿儒成立证监会，是市场的最早设计者之一，今天这个东西跟他当时设计的东西到底有没有区别。在2005年的时候，我记得有一次他讲到庄家盛行的黑暗，非常痛恨。就像之前吴敬琏批评的"赌场论"，赌场论大致是2000~2001年达到高峰。

赌场还有规则。我记得我写过一个东西，在2003年、2004年写的一个东西，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

主要意思是说那时候证券市场是个财富消灭者，它从市场里面募集了大概 9 000 亿的资金，然后从市场里面收走了 1 000 多亿的印花税，交掉了 1 000 亿以上的手续费，而整个流通市值只有 9 000 亿。所以我当时的结论就是，这个市场到了必须要改变的那一步，必须变成一个财富的创造者，否则这个游戏就玩不下去了。

后来看书，看到“资源诅咒”，我对此就特赞同。所有资源充裕的国家，基本上都是一个没有未来的国家，这就是资源诅咒。以中东为例，那儿有无数的石油，像巴西、南美有铁矿石，有石油，它们是上帝的宠儿。巴西只有 1.9 亿人口，已开发面积只占到 11%，它们有 850 万平方公里土地，没有沙漠，没有戈壁，地底下要什么有什么，这个国家的人民每天都过着非常愉悦的日子。所以我就在想，要指望这种国家经济能很好，尽管它也是金砖四国，我觉得基本上是不现实的。他们就是应该在沙滩上面晒着太阳，踢着足球，跳着桑巴，他们觉得这就是他们的人生，不用努力就能很好地生存，我觉得这就是资源诅咒，所以资本主义是不可能在这种地方发扬光大的。

你真正管钱开始是在中技，当时怎么作投资的？

中技那时候是属于边缘的投资机构，能够掌控的资源非常之少。那个时候资源都还在证券公司手里，或者说在金融机构手里，它们基本上是坐庄一条龙服务。我们没有金融牌照，要在市场里生存，就要寻找自己的生存之道，我们只能用最笨的办法，就是把公司都看一遍，然后寻找人家赚钱的模式，悄悄地贴着。如果你自己有很大的资源，你就会沉浸在你的资源里面，而我们没有资源，我们很难生存，我们只能走我们自己的路径。久而久之，就成了路径依赖。往往最笨的方法就是最好的方法。

你开始的时候是一个非主流人士，后来 1998 年你到了国信、1998 年到了基金公司，成为主流的一员。

那时候基金人员基本分两类。一类是券商出来的，因为前十大基金管理公司基本上都脱胎于券商，券商一堆人都愿意挤到基金的行业来，另一类是新招的。那时候的基金管理公司，是一个新的行业，绝大部分是新的，招来的人都比较年轻。即使券商的老人来基金，公司领导也不愿意弄太多有暮气的人来，券商那时候在中国经过了 10 年的发展，已经开始有暮气了。那时候我觉得做基金第一是要有激情，激

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

情是很重要的东西，第二，我觉得那时候基金还有一点很好，确实还飘扬着理想的旗帜，公司都在给每个员工描绘一个非常光明的未来。

投资者也非常相信，基金是比较专业的。肯定是能赚很多钱的，刚开始封闭基金出来的时候，几个封闭基金交易，是溢价的，这里有炒新这种的因素，但同时也代表着市场的一种希望，就是基金肯定是能够给我们挣钱，挣很多钱，投资者觉得基金有资金优势，有研究优势。而且又有市场的政策倾斜。比如说新股配售，明显是给基金送钱的。不挣钱不应该。基金公司都是证监会生下来的孩子，总希望那个孩子刚开始的时候能多吃点奶，能够多往前走。基金公司内部其实对那个东西有两种意见，有一种觉得喂的“奶”还不够多，有一种觉得“奶”喂多了不是好事，要靠自己的本事。

当时你管的普惠是鹏华的第一只基金?

回过头来看整个中国证券市场，2001 年的崩盘到 2005 年，一直到 2006 年、2007 年的时候，其实是基金的黄金时代，而且对基金来说是有利的，2001 年到 2005 年的崩盘，更表明庄股是不可靠的。控制 70%、80%股票的人，最后还是死掉了。说明没有企业基本面的配合，坐庄是不行的。

2006 年、2007 年那波牛市，从 1 000 点到 6 000 点的牛市，大家可能都赚到些钱，也确实把所有的问题都暴露出来了，结果又成了“资源诅咒”，就是说日子过得太容易了。这个“钱雨”是从天上掉下来的，很多人恨不得这个“钱雨”一直下下去。到 2008 年年初，这个“钱雨”把大家的警惕之心，以及很多东西，都冲垮了。市场就开始陷入一种癫狂。最后大家出来混都是要还的，现在这些年都在还那些债，都在解决深层次问题。

刚才你把 2008 年作为中国证券市场国际化的开始。我注意到从 2008 年到现在，很多股票创了历史新高，而很多股票都还在历史新低。怎么样看证券市场未来的结构变化?

现在大家都在谈中国股市“尚福林”①。其实从上证指数来看是这样，但上证

① 尚福林，前中国证监会主席，此处为“上幅零”的谐音，即上涨幅度为零，有调侃之意。——编者注

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

指数主要是受2006年、2007年上市大盘股特别多的影响；深成指过去10年没有新上市公司，这段期间上涨约1倍；中小板自2005年以来，上涨4倍。上述如果综合还原，如果有合适的投资理念和策略，中国股市过去10年年化回报7%还是可以达到的。

2005年股权分置到2008年正好是3年。然后2009年10月开的创业板，全流通基本上也是3年，所以创业板的全流通大概也就在2013年，就是一个高峰了。未来3年时间，既有全球金融风波的影响，也有全球化估值的影响。2005年的股权分置，到2008年真正的全流通，2009年开始的创业板，到2013年开始的创业板全流通，我觉得这其实都是在挤泡沫。在2008年的时候主板已经开始全流通了，资金变得有限，然后整个市场流动性不够，现在最活跃的资金其实是投机资金，他们就去折腾这些创业板的东西。其实创业板现在已到了2011年年底，到2012年可能就预示着对后面那些东西的反映。可能慢慢地创业板、中小板的泡沫也会破灭。

这是一种对过分追捧的成长，或者包装出来的成长的一个回归？

以后市场股票可能就分成三类了。绝大部分的股票，数量上可能占2/3，市值可能占30%，会成为那种所谓的“僵尸股”。

中国证券市场最痛苦的时候还没来呢！大家觉得自己已经很痛苦了，但是我觉得还没来！等到有2/3的股票成为僵尸股的时候，可能这种痛苦才会非常深。很多股票根本就没有流动性。第一是流动性完全丧失，第二我觉得最核心的特点是要靠股息过日子。如果很多公司派不出股息，价值不仅会低于净资产，很可能会低于净现金，成为现代香港地区、欧美市场上绝大部分的那类股票。唯一能挣钱的机会就是诈尸。而中国大家很习惯这种诈尸，所谓的重组不就是诈尸吗？1 000家公司的时候容易重组，因为中国经济在不断向上，可能3 000家公司的时候重组就不容易了，或者是重组的机会就很小。上市变得越来越容易，所以这种时候重组的机会就小了。

那么还有一些公司是属于什么？

现在55%~60%的公司，包括绝大部分蓝筹股，将会变成“徐娘股”，中国经济慢慢地走向成熟化。半老徐娘还是好的，有股息。没股息的就成为僵尸了。

最后10%~15%，就是“小鸭股”。丑小鸭，就是将来能够成长起来的公司，能

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

够代表着未来的这些公司，尽管现在这些公司每只股票可能市值只有30亿至50亿，将来有机会变成三五百亿，我觉得这些公司是有一批的，就算它不变成三五百亿，也可能变成一两百亿。

这一次国际接轨之后，大部分股票就变成僵尸了，大部分蓝筹股票看起来很美，可惜只是半老徐娘了，它们有分红价值。有些股票就是属于丑小鸭，未来有可能会变成天鹅。很多公司的DNA决定了只能长那么大，就好像哈巴狗最多就那么大个头了。未来的机会在小鸭股。

那投资者尤其是普通投资者如何应对？

我们可以用三个时代来划分中国证券市场投资者结构。第一个是1994年以前的C-to-C时代，散户对散户，没有绝对的赢家，大家都抄底逃顶。第二个是1995~2000年的B-to-C时代，以券商为主的机构把掠夺和黑幕发挥到极致，屠杀散户，它们将机构和上市公司的钱通过委托理财的方式聚敛到自己手里，对散户进行屠杀。第三个时代是2000年以后到现在，由于共同基金等新机构投资者的出现，由B-to-C转向B-to-B时代，在此过程中，投资理念不断演变、分化，包括共同基金和私募基金的操作方法有所不同。全流通后，产业资本起的作用越来越大。

到了B-to-B时代，中国市场走到今天，该反映出来的不好，大部分都已经反映出来了，或者说大部分都能看见了，而绝大部分人对它将来要带来的痛苦，我觉得还是认识不够。包括机构投资者都是如此，更别说普通投资者了。

刚才你划分了中国证券市场的阶段，未来证券市场的结构。未来中国经济会出现过去30年都没见到的变化吗？全球经济危机还在上演，黑天鹅频发，我们面临的投资环境你怎么看？

黑天鹅频发是100%的，因为现在世界变化速度越来越快了。2000年入市以后，中国经济对全世界的影响，和全世界对中国的影响，都是越来越大。而且到了今天，中国已经彻彻底底无法摆脱欧美的影响。从2000年以后，欧美整个经济就没有景气过，中国的出口竞争能力太强了。中国这些年劳动生产率提高反映在出口上，其实是很厉害的。在这样一种格局下，欧美无论出台什么货币政策、财政政策，它的经济在没有大的技术革命产生的背景下，是不可能好的。好在美国各个企业现金囤积得足够，然后通过裁员降低成本，各个大的公司也在全球化，现在最核心的问题是

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

所有的宏观政策失灵。如果出口受到影响，中央的轮子也开始受到一些控制，问题会大一些。

国内呢？2008年危机反映出一点，就是中国经济已经彻彻底底融入全球了。因为中国经济外向型和依赖外需其实是非常严重的。过去政府两个轮子，或者叫两台发动机，一台是中央财政税收，另一台是地方政府卖地。这两个东西，尤其是地方那个，是疯了似的把油门踩到底，疯了似的往前开。2011年房地产一限购，地方政府这块掐住了，影响挺大的。然后就剩一个轮子在跑了。如果出口一放缓，税收高速增长一放缓，政府手里牌就不多了。

从2011年、2012年看的话，我们出口的速度不可避免会下滑。出口速度一下滑，基建投资效率就会降低，甚至投资就会跟不上。出口解决就业，出口促进投资，就业促进消费，投资促进消费，它是一个循环，它的龙头是出口。所以今后几年，中国经济面临这种大的转型考验。我们过去把欧美低中端的产品全都消灭了，然后我们现在要把人家中高端的全部消灭，现在我们这几年做的就是这些事。如果我们再把这些东西都消灭以后，贸易摩擦一定会起来，然后出口速度一定会放缓，由此国内所有的矛盾就会暴露。这是一个无解的命题。整个经济合作与发展组织成员国，还不到8亿人吧！中国有13亿人，然后我们现在劳动人口这么多，恨不得有8亿人，我们劳动生产率上去，受教育程度提高，都在干活，全世界不可能不受到根本性的冲击。整个大的经济格局改变，不是说欧美不救市，或者说财政货币政策不力，而是他们该做的都做了，可是就业改善不了，永远没办法改善。这个问题就很麻烦，需要再创造出新的需求来。比如我们以前没有什么手机需求，现在你看这个行业有多大。

投资人大多数是敢输不敢赢。我觉得我就是不敢赢的那种。

其实敢赢在股票市场里很重要，很多时候你买10个股票，可能专业的只有4个对，业余的有6个对，大家都买了10个股票，但是专业这4个对可能赚的钱是这个业余6个对的10倍以上。因为业余对的那6个只能赚一点钱，错的那4个总能赔个底儿掉。专业的大部分人，其实这是训练出来的，就是敢赢。挣那4个，每个都挣到头，然后赔那几个，其实都赔不了多少钱，这就是所谓的头寸控制和仓位控制，这个是需要交学费，才能慢慢学会的。

我觉得第一还是多学习，第二还是得坚信，你对你看到的这个东西，是不是足

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

够坚信？第三就是说你的忍痛能力怎么样，大部分人是没有忍痛能力的。就是说第一个月坚信，第三个月坚信，第一年坚信，第三年坚信，很少有人能够熬三年的。

坚强的神经比聪明的脑袋更重要。所谓坚强的神经，就是不要随波逐流，要坚持自己的原则。这个市场里的人绝大多数都很聪明，但是想长久在市场中活下去，还是笨一点好，要坚持自己的笨办法。我的笨办法是减少换手率，不要做太多的股票，不要听太多的消息，不要去赚不该自己赚的钱。我以前在基金做的时候是左侧买入多，现在是右侧买入多，东西再好，我也要等到它快表现的时候买入。

中国经济 2012 年国内生产总值将达到 50 万亿元，现在跌到 2 200 来点，国内加海外上市公司市值 29 万亿，已经比较合理。现在我开始比较积极地看报表找公司。未来几年中国会面临转型，股市比前两年要好。（本节访谈进行时间为 2011 年年底。——作者注）

公募基金 vs. 私募基金 vs. 自由投资者

你 2005 年离开基金又成了非主流，可能你当时处在一个比较高的位置，你就更知道体制的局限性。后来越来越多的人步了你的后尘。基金经理在 2007 年、2008 年、2009 年，现在还在不停地离开。造成了中国基金经理的平均从业年限只有可怜的不到 3 年了，这个在全球是很罕见的。

基金是一个非常好的平台。人家经常问我，说你从基金公司出来以后，有什么体会？我开玩笑说，在基金公司的时候呢，就像跟团游。你每天早上，一定要 8 点半到办公室，8 点 50 开晨会，每周有无数的例会，有无数的券商来路演，卖方把想法往你脑子里灌，有一大堆邮件会发到你的邮箱里。外面也在跟你讲，里面也在跟你讲。如果你坐在一个行政位置上，每天还有一大堆的东西要你签字，一大堆会要你参加。甚至还要你去讲话，有人会替你写讲话稿，但是如果你不满意，你就得自己写讲话稿。就跟我们参加旅游团出国游一样。

安排好了。至于你为什么要去看这个，你是不过脑的。你去跟团，叫“上车睡觉，下车撒尿，到点拍照，回来什么都不知道”。

基金是个很好的学习的平台，每天一大堆人跟你讲，有一套投资研究流程，就好像从这头把猪赶进去，那头火腿肠生产出来。每个人就在这个流程里面。但是火腿肠生产出来了，是一个标准化的火腿肠，如果它一直在这个标准化的流程里，它

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

就会遇到瓶颈，它的个性能够体现的东西非常之少。然后就是挑战弱化，刺激弱化，他的激情就会衰退。如果你整天过着千篇一律的生活，没有一个东西再刺激你，就会有暮气。

公募基金绝大部分人还处在跟团游的状态，也许少部分人进入了自助游的状态。

阳光私募跟团游的比例可能比公募少，但是很多人还是跟团游的这样一种方式。做私募主要是有了股权，利益多点。有些人到了私募以后，把整个公司做成了一个公募的模式。

你目前的状态是个人专业投资者吧。

自己出来了以后，没有人管你了，就要自助游。你要自己安排自己。首先你早上可以迟一点起床，起来以后可以看看盘，然后拎个杆去打球。也可以把你每天要做的事都列明，弄得有规律。我自己总结，在基金公司的时候你是有组织有纪律，然后出来以后无组织了，绝大部分的私募其实都是无组织的，因为你自己可以管自己！别人安排你的很少。你“无组织”能不能有纪律？所以如果一个人能够做到无组织还能有纪律的话，我觉得他就过了一个坎儿。这才是真正的自助游。

有人认为基金的暮气是因为没有股权？

也对，也不对，不完全。比如说 1999 年、2000 年的基金，每天都是新的。没有流程，你要自己写流程。那时候卖方也没有那么强大，国内没有任何人可以让你学，都是跑到美国、欧洲去，跟那些资产管理公司学习。然后我们回来想，人家为什么要设计这样一个流程，于是每天都在进步，这对你的刺激是很大的。你到了现在，看到身边都是跟你长得一模一样的火腿肠，你很难觉得每天太阳都是新的。这种暮气，会互相传染。生命里面需要新鲜、刺激的东西，如果变成了流水线的作业，保持激情是很难的。就变成了《摩登时代》里面那个卓别林，“咔嚓咔嚓”地很机械。人变成一头猪，被从这个口赶进去，出来就成了一个火腿肠，年复一年，过个三四年，我觉得是有问题的。大家都说公募面临着很多问题，把这个问题归结到“无恒产者，无恒心”，就是我没有股权，就没有积极性。我觉得这个东西说得不全对。

你看上市公司，尤其一大堆创业板、中小板的上市公司的那些董事长、首席执行官，他们总是大股东吧？他们总是有股权吧？公司就是他们家的，作为一个基金公司，公司还不可能是你们家的，有股权激励你也是很少一部分，他们有恒心吗？

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

没有。很多人就是说觉得自己有钱了，他们人性里面那点劣根性就暴露出来了。什么劣根性？想管我就管，不想管我就要找个职业经理人，让职业经理人管，他是两头占的。然后自己打球、玩，投到公司里的精力越来越少，人权、财权他又控制，很多公司就沦落到这一步，能做得好吗？

股权激励了，打一针兴奋剂，5 年以后马上又会回到现在的状态。我觉得本质的东西，就是投资这个行当甚至绝大多数行当，真正能够做得好的，都是少数人，不可能整个行业都做得好。少数人为什么做得好？我觉得第一他们有理想，第二在理想的感召下，他们会寻找到一种生活方式，这个生活方式跟他的性格、天性、理想，是完美结合的。咱们就拿最熟的一个例子来举，巴菲特的例子。他就是选择一种非常简单的生活方式，他有那么多钱，但是他选择最适合他的生活方式。如果巴菲特也天天去打球，开私人飞机去玩，肯定作不好他的投资。他寻找到了一种非常简单的、适合他的生活方式。所以我觉得到了最后，甭管是公募、私募，甚至所有的东西的竞争，最后的竞争，能胜出者是一个生活方式的胜出。你选择让你最舒服的那个生活方式，就是我们武侠讲的所谓“人剑合一”，就是说你一定要把你的人跟你的生活方式，你的行当，你的理想，所有的这些东西都结合起来才行。所谓的这种自助游，你选择什么样的线路，你要去看一大堆书；我到哪个景点上，我对什么东西感兴趣，这就是你个性化的东西。而有人干脆就开个汽车，骑个自行车，就把这一路都兜了，然后我再看我要看的那些点，所以这就跟你跟团游完全不一样了。

绝对回报 vs. 相对回报

你当初从公募出来时说过私募基金最重要的是绝对回报，经过几年，你如何再看这个问题？

我觉得绝对回报、相对回报首先是不矛盾的。这两者不是非此即彼，冰火不相容。它们其实是同一个东西，如果所有的绝对回报都没有了，那这个市场就不存在了。如果市场年年都下跌，你年年都跑赢市场，市场每年都跌 5%，你每年都跌 3%，你每年都跑赢市场，到了最后也都没有你了。相对回报为什么会成立？为什么会有相对回报？还是因为假设市场是长期上涨的。

市场长期上涨的根本动力是劳动生产力的不断提高，财富在不断地被人创造出来。这些东西我觉得都是隐含在后面的假设，而为什么会有相对回报这个东西出来

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

呢，而且还会成为主流？就是因为这么多年，大家发现去追求所谓绝对回报，到了最后都没有跑赢去追求相对回报的人，所以相对回报才会成为主流。

中国证券市场的实际情况到目前为止相对回报跑不赢绝对回报？

这是阶段性的。中国证券市场一直是政府的工具，可能到了今天，这个市场才有点成为市场自己本身的意义。市值已经足够大了，基本全流通了。它才不完全变成政府手里的工具，一会儿又国企减困了，一会儿又地方募资了，我觉得它这个意义开始淡化了，成为市场的意义开始大了。

从这个角度就是说，相对回报开始有意义了。以前在政府手里变成工具的时候，相对回报没有意义，所以一直到2008年以前，相对回报都是没有意义的，那个时候都是只有绝对回报。因为它是一个工具市场。我们今天去看全球，相对回报和绝对回报，我觉得它很有意思。我们为什么相信相对回报，我们现在看的所有的数据，基本都是要拿美国的数据来说的。而美国这100多年是人类历史上的奇迹，别的国家都没有出现过，这么有创造力，能够如此长时期创造巨额财富，它的证券市场表现好是正常的。你去看肯尼亚股市，甚至你去看法国股市，都不会像美国这么好。它可能也就比跑赢通胀好一点。法国指数大概跟通胀基本打平，比通胀好的部分就是股息。我觉得我们的参照标的不对，老拿最好的比，我们去拿——不说肯尼亚——欧洲那些股市来比，这个相对回报就意义不大。我觉得这是第一个。

第二个是风险投资的兴起改变了整个证券市场投资的格局。风险投资兴起是什么？就是大家都往前，高风险那一段，就是往前移。结果导致前面那段风险高，收益高，后面上市后的这一段变得甜头不够大。就是劳动生产率尽管在不断提高，但它没有反映到证券市场上，它更多地反映在风险投资的回报上。这可能是在最近这10年美国股市有体现。以后我们的创业板，会在这些方面有很多的反映。就是劳动生产率是在提高，股票的总市值也在不断扩大，可是二级市场投资人没分到钱。这些东西都是新的变化。因为现在也没有人作具体的量化分析，所以你很难把对股指的影响，对市值的影响反映出来，但我觉得这些可能是挺重要的变化。

如果看整个指数的话，因为利润最高那端前移了，就是被PE那帮拿走了，所以整个指数以后的收益率肯定是下降的，但是资金成本长期肯定也是下降的。因为劳动生产力的提高导致通缩，恶性通胀肯定不会来。但是整个指数化投资，我觉得太难挣钱了。经常一个公司好到经过检验能够进指数的时候，它已经OUT（出局）了，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

出这个雪道了。所以我觉得，对于业余投资人，我真是没有建议了；对于专业投资人来说，以后就要去找湿雪，我觉得这块会变得越来越重要。

但是低收益率时代的来临，会给很多行业的生态带来变化。这个行业为什么会有这么高的收入，第一个，就是过去的高收益时代带来的高收费，还有一个，理财飞入寻常百姓家，整个理财规模迅速膨胀，所以导致了这个行业的利润率比较高，整个收入也比较高，成为一个金领行业。以后这个行业在低收益率时代的话，假如你一年总共给人家挣 2%，你拿走了 1%，这样不是太公平。

基金公司单个都很大，又必须要投资，很容易讲相对回报；私募基金，会不会觉得不要考虑相对回报的事情？虽然也有同行压力。

刚有股票市场的时候，证券市场的标准其实是绝对回报；然后学国外，共同基金一开始就采取了相对回报这个理念，并作为先进的理念在使用。

怎样结合，在基金公司的时候也讨论过这个问题，其实这个就是你的宽度和深度。你研究的宽度和研究的深度，它们是矛盾的。如果你把 2 300 家公司都研究了，你的宽度够了，但是你的深度肯定是不够的。所以你要根据你的能力，在宽度和深度里面去找平衡。就是你利用卖方的能力，还有利用你自己买方研究员的能力，还有你基金经理自己的能力。现在的问题是什么？就是大部分人，宽度也没有很宽，深度则更差。如果我能够研究 100 家公司，其中对 10 家公司很有信心，我买 10 个公司，每个公司都买 10%，然后我就配置 10 个股票，一个组合。那没问题呀！现在问题是什么？就是他的宽度首先就不到，比如挖 1 米深的地方，他的宽度只有 50 家公司；能够挖到 3 米深的地方，他的宽度可能减成 5 个公司；能够挖到 10 米深的地方，一个也没有，那他就完全没有信心。那就会把整个组合变得很散乱，变成了所谓的类指数投资。有的公司设计产品，干脆就是一个指数投资，有的在我最有深度的地方增强。我觉得这个其实挺好的。比尔 · 米勒，他也管百亿美元的资金，人家就十几只股票，我觉得这个就是宽度、深度里面得找到平衡。

你现在如何做绝对回报？

因为没有团队，所以很难具有宽度。我现在争取先去找一个雪道，然后争取在里面找到一个到两个标的，如果完全是自下而上的话，就是那种比如说像化工、医药，这种完全需要自下而上的行业，我觉得自己精力不够，很难透彻了解这样的公

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

司，有的时候我就干脆放弃。我先听研究员的，跟我讲明白了，然后我见了这个首席执行官，觉得这个人是天生就要成功的人，我就再研究。巴菲特不是讲过吗，说盖茨就是卖汉堡也是世界首富。后来我在想，巴菲特其实是在讲他自己。他对商业的理解很透彻，无论卖可乐还是卖什么，他都是世界首富。所以他选湿雪的能力是很强的。我一直觉得，我要认为这个行业很好，但具体的东西很难懂的时候，我可能更重要的、更多的就去看一下首席执行官。就是说他是不是巴菲特，是不是卖汉堡也能成世界首富的那个人，我觉得这其实挺重要的。

生活方式决定投资高度

你提过投资的生活方式决定论?

投资的目的真的是多种多样的：有的人是为了学习，拿点钱倒一倒，了解知识；还有人是为了解闷，天天做两次买卖，觉得身心舒服，如现在市场里的不少大爷大妈就是如此，他们没有仔细想过为什么要投资，仅仅是过过瘾罢了。从投资的角度来说，我作投资有一段时间，自认为这是我一生的职业，我就会喜欢做相关的事情。如果一个人为了追求结果，选择了很痛苦的过程，把跑上市公司和读年报看做是非常可怕的事情，那么，他不会在这个行当中做得长。在这个行当里如果待的时间够长，运气好一些，是能赚到钱的。我作投资十几年了，看到好多人赚了钱，其中有些人因为这样那样的原因退出了，留下来的人大多觉得作投资很有乐趣，并愿意为之付出。听这些人聊天是非常有意思的，他们每个人都有些自己的东西，都找到了适合自己的生存方法，都有自己的乐趣，结果也不坏。

证券投资实际上是个体力活儿，一天到晚要看很多东西，还要跑上市公司，而怎么看怎么跑决定了投资人的成败。每天无数的研究报告、各种投资信息恨不得把邮箱挤爆，如何有效地读，读什么不读什么，读谁的不读谁的，就已经是很大的学问，能处理好这个，就已经是很有想法的投资人了。

读年报的感觉和看电视连续剧一样。现在年报、半年报、季报都有，年报、半年报是一定要读的，季报的可读性就非常差，套话非常多。严格地说，年报和半年报只是连续剧的梗概，一般我们还要添一些细节才能构成完整的故事。如果读得不够多，就不容易想出故事是怎样演绎的。如果一个人把 2 300 多份上市公司的报告都读完，就不需要刻意追求自上而下或者自下而上，道理对他来说已经贯通了。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

读了研究报告后，无数人会作出无数的判断。在这样的情况下，由于成长经历和性格的不同，会使每一个人最终找到适合他自己的投资方法。以我的性格，我不会赞成短线投机，也不会赞同永远的长线投资。许多人都标榜价值投资，言必称巴菲特和彼得·林奇。但我想明白，我不是巴菲特和彼得·林奇，我没有巴菲特超越世人的洞察力，也没有彼得·林奇的好身体和好精力，这些我都做不到，我只能做我自己。

巴菲特是一辈子就做一件事，他的生活和美国农民一样，喝可乐吃汉堡、住40多年前的老房子，没有其他爱好，一辈子就爱读年报。我现在读年报虽然觉得像看连续剧，但仍培养不出他的那种兴趣，其中的数字也没他记得那么牢，读了这么多年下来，很多数字还需要查找。巴菲特真正做到了心无旁骛。

你的理念就是你的生活方式吗?

我的理念是每个人都应该要通过学习和实践寻找适合自己的方法；性格和方法要统一，我追求的投资境界是流畅，是宽度和深度的完美结合。

你这5年做得非常好啊，我相信找你的人很多，发产品也是很容易，为什么现在还是会选择管理一些朋友客户、非公开的投资方式?

我觉得是生活方式的选择。如果那样的话，我又回到公募的生活方式去了。我觉得目前私募与公募没有本质的改变，他们是同一个市场生下来的孪生兄弟，可能只有在激励上有一点差别。产品就这么多，市场是同一个，你很难创造出很多更新的东西，投资限制也都差不多。所以他们的生活方式还都是一致的。你想寻找一个适合你自己的生活方式，你就不能再去用那种形式，用那种形式最后你的生活方式一定会回到那种生活方式里面。

投资的核心，还是理想加生活方式。如果这两个东西能坚持下来，最后一定能往前走，一定能走得远。如果没有这个理想加生活方式，走到一定程度就会成为上千根火腿肠中间的一个……没有任何的差异化。然后又回去比排名，又回去拉客户。最后干的都是你自己不喜欢的事，又会追着球跑。

我觉得流畅的投资就是说宽度、深度都要够，你宽度不够，就不可能很流畅。深度不够就是说你流畅的时候你也哆嗦，就变成追着球跑了。所以这个东西我觉得还是很重要的。我觉得从我现在这个角度来说，还是应该拓宽宽度，所以这个时候

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

就会觉得有一个团队是能够帮你拓宽宽度的，这个挺重要的。

你说的是巴菲特滚雪球的例子？

从宏观角度讲，就是说你要到球要去的地方，而不要追着球跑。过去在中国作股票投资，就是你追着球跑也能挣着钱，所以大家都干这个活，追着球跑。可能到了2012年、2013年，在国内你追着球跑也挣不了钱了，可能还得到球要去的地方等它。我觉得我们可能又面临一个投资理念的重大转折。这个比我们2001~2005年所谓的价值投资又上了一个新的台阶。

我们刚开始的时候都学彼得·林奇，彼得·林奇就是追着球跑的典范。他极其用功，对每个事情都琢磨。用功到那个程度以后，他就不太容易赔钱，因为他腿脚足够快，平均一天恨不得要跑三个上市公司，读无数的报告，所有人迹罕至的地方，他全都到了。他跑得快，所以他追着球，我们也追着球跑，我们跑不过他，我觉得他是挺有代表的人物。

我觉得巴菲特对未来是有预见性的，他对商业模式的理解是个天才。他总在讲雪道要够长，要有湿雪，所谓的"湿雪"，他的理解就是好的公司，雪道够长，就是好的国家和好的行业！他的命也好，他在美国，而且他又是战后开始投资的。他的命好还体现在，他能够赚三道钱，他赶上了美国繁荣昌盛的发展，他还赶上了1978年开始的中国改革开放，中国人民都吃麦当劳、喝可口可乐，然后他又赶上了1989年的东欧解体，他那一招能够用三次。这个是很厉害的。最后全世界人民都喝可口可乐、吃麦当劳，太厉害了。他对自己足够了解，他的这种生活方式，他是那种所谓的"人剑合一"的典范。他脑子里面翻来覆去就在琢磨这一点事，然后他有足够的忍耐力和耐心，所以我觉得他的能力、他的天赋、他的性格，加上他的运气都是无与伦比的。我们大部分人看巴菲特，我觉得还是看到了他的皮毛。我觉得巴菲特这次年报上讲的这个话，讲得非常有意义，他说如果我还能再活50年，我一定会去投资科技股。所以你去看看美国现在前10大公司，6家是科技股。巴菲特命好的那部分，已经过去了。1986~1996年，可口可乐的市值增长最快，1996年到现在，没有增长。1986~1996年，中国人民和东欧人民都喝可口可乐了，然后1996年到现在，可口可乐毫无表现。以后在科技股上，雪道没那么长。雪更湿，融化也更快。

索罗斯挣钱，他是理解这个世界是怎么运作的，他是从这个角度来挣钱的。就是说索罗斯理解这个世界运作的本质，所以他总是能预判很多东西的反应，他学哲

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

学出身，对整个历史传统理解得非常透。为什么1992年他赌英镑的时候，他能赌赢？那个时刻他想的是什么？刚开始以为他只是敢赌。后来才知道，你去读完这些历史你就知道了，英国每每在世界关键时刻，总是明哲保身。它不去扛事情，没有那个民族性。所以赌它退出欧盟就特别对。结果他那次去跟日本折腾，赌日元他就赌输了，因为他不理解日本这个民族。德国是一个非常负责任的民族，这次欧元这个事情，我觉得对德国甚至对整个欧洲是一个巨大的考验，欧元就是欧洲的未来，如果欧元解体了，欧洲就没有未来了。就是说创造了人类最灿烂文明的那一块地方，这次需要考验那帮政治家们的决断力，能不能忍受这个痛苦，把欧元给维持下去，可以开除出希腊，但是欧元一定要维持住，欧元绝对不能解体。欧元如果解体了，整个欧洲100年之内，我觉得都没什么希望。我自己觉得默克尔应该有这个本事，有这个能力看到这一点，因为当年民主德国和联邦德国合并，联邦德国付出了巨大的代价，结果刚看到很多好处，现在欧元合并的好处，德国享受了。现在这些不良后果需要它来扛住。如果这次把这些国家，如希腊，葡萄牙，把它们控制住，整个欧洲就会迎来新的未来。我自己对欧元还是充满着乐观，这是人类有史以来非常伟大的创造，是一个富有想象力的东西。你想历史上这些国家恩恩怨怨，打得你死我活，恨不得永远处在战争中间，然后大家能够愿意推出一个欧元来，愿意朝着一个方向去努力，这个多难呀！没有理想能做到吗？所以我觉得欧元的推出是一个太有想象力的东西了。这个东西让你对人性都多了很多信念，所以它千万不能垮。

大师自有非常之处，我们一般专业投资者如何能做到呢？

学习！因为雪道越来越短了，这个雪越来越湿了，其实你滚出来的雪球更大。就像苹果这个雪球，巨大。雪道很短，滚雪球的速度会更快。这个世界变化的速度越来越快，巴菲特抱着一个东西，能够吃三遍，咱们抱一个东西可能只能吃半遍。世界越来越动荡，变化速度越来越快，成长和衰亡的速度都在加快。我们现在活一辈子可能相当于我们上一辈的人活三五辈子，在这样一种情况下，对你的学习能力和承受能力的要求就越来越高了。这些东西上我觉得没有别的办法，只能提高你的学习能力，学习你不懂的东西。

我们回头去看。看中国经济发展，最开始靠出口，那些出口的企业你说你抓住谁赚钱了吗？回头想一想是中集集团，中集集团是做箱子的，出口都用它的箱子，所以挣钱了。后来靠投资，投资什么东西赚钱了呢？现在回头看看，是三一重工，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

投资都要用混凝土，然后要买它的混凝土泵，要用工程机械。

那消费类什么公司赚钱了呢？就是说做平台的相对来说愉悦，像沃尔玛也是一个硕大的平台。我觉得白酒企业不是代表，苏宁可能是一个很好的代表。我做这样一个大卖场一个平台，房地产发展了要买家电，然后消费升级了要买家电，反而最后做的家电企业可能挣钱没多少。其实想想，这些东西是有道理的，它们不是某一个产品，更多的时候是一种平台。比如说淘宝要上市，淘宝将来一定会很好的，淘宝可能就会成了下一个平台的代表人物。新购物平台，是淘宝兴起，还是京东兴起，还是当当兴起？到时现在的苏宁、国美都是明日黄花，那个平台已经不行了。我觉得现在就是你要开始找雪道，但是谁是那块湿雪，那就得一个一个公司调研，看它内部能不能有那种能够迅速把雪凝起来的能力。因为“一将功成万骨枯”，尤其在互联网时代，赢家通吃，以后就是一家。

只有一个平台。

第一名挣大钱，第二名就是盈亏平衡，第三名就没有了。以后就是这样，没有第三名。第二名大家是养着它，不要让第一名涨价。第二名存在，其实从商业上来说，也是没有意义的。我觉得这些东西，这些雪道是能够看得见的。

从投资的角度来说，我觉得我今天还是小学生。因为投资整个领域变得越来越广阔，工具也越来越多。就像我懂的这些东西，可能就是地球上的一块小石子，我可能就懂这点东西。但是我觉得即使我就懂这一块小石子，我也希望我能够不断地回顾，来看看有哪些东西我不懂，或者说哪些东西我在不断地懂得比以前多一点点。我觉得市场里面水平高的人真是无数，但是我觉得真正核心的东西是，你要寻找到一种好的生活方式，然后再不断学习和进步。这个行当是一个能够做到老的行当，是一个不用谈退休的行当。所以我觉得它能够不断激发你的这种潜能，你智力上的潜能，然后让你能够对这个世界不断有新的认识。我觉得这是这个行业比较好的东西。可能不用像做实业，会经常面对绝望，我们这个行业也会面对绝望，但不会像实业不断地面对绝望。

生活方式决定企业家高度

你刚才讲到投资者的生活方式决定投资高度，最终还是要找到雪道和湿雪，投

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

企业。你在商学院读书，投资有20年的时间了，怎么来看中国这一代的企业家？

中国这代企业家其实跟我们一样，都是命好。我觉得第一是命好，第二他们都能够忍耐，忍耐这种短期内的痛苦，然后能坚持下来。人不在于他艰难困苦的时候怎么样，而在于他好了以后，他还能不能明白。我觉得国内企业家现在大部分人的毛病就是老想去在木板最薄的地方打眼，比如说像房地产。结果呢？这个东西害处是很大的。真正好的企业家其实也是生活方式的选择，就是你每天花在工作上的时间有多少？你脑子里琢磨的时间有多少？很多人到了最后都跟我们一样，变成了投资家，那他的本业不可能做得好。现在竞争这么激烈，光靠变成投资家，你的主业是做不好的。

他们指望通过一个职业经理人来执行。

职业经理人管管流程是没问题，但是你指望职业经理人给你作出重大决策来决定战略和方向，这不是痴心妄想吗？然后你指望一个星期打三四场球，同时还能够琢磨好这些战略，也是痴心妄想。你得每天学习学习再学习，然后才能懂一点点东西，要定这么大的战略，你不是那么容易能够明白的。

商学院迎合了老板们的这些想法，这是商学院大行其道的一个原因。工作交给下面人干，你就敲敲边鼓、作作决策。这迎合了无数老板的想法，制度做好了，就是百年老店了。这其实是很大很大的误导，如果你不能因时而变，跟上这个时代的变化，大领导如果不学习，不能够跟上这个变化，每天就是希望打球、晒太阳，会见电影明星，这个团队怎么可能成为一个有战斗力的团队呢？

你欣赏什么企业家，或愿意投资什么样的企业家？

偏执狂类型的企业家。我觉得任正非就是，很多年前就出了华为基本法，决定了华为不做这个，不做那个。华为这样一个企业没去干房地产，有所为才能有所不为，有所不为才能有所为！不是说干房地产挣钱，我就要去做，先把自己框住，我就干这个，我就是一个电讯设备的提供商，这个基本法它就定得特别好，然后它就在这个行业里面不断地做，不断地做。去年是世界老二，今年或者明年就世界老大了。我觉得这是中国企业需要学习的方向。像王传福，他总在琢磨下一个方向。所以他做了电池，又琢磨去做汽车，做了汽车他又去做太阳能，但是他没有把自己这个汽车业做好。企业资源都是有限的。

平安的马明哲、万科的王石也是很偏执的，他们认准这条路之后，就一直很偏

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

执地走下来了。优秀的企业家这个特点是非常非常明显的。每个企业的资源都是有限的，这个有限不仅是钱，更多的是管理能力。管理能力不够的话，你去开发这么多东西，最后是有问题的。他们的生活方式我都很赞赏，没有去整天打球，工作还是生命的第一需要，我觉得这是所有成功企业家必备的特质。就是你一定要选择把工作放第一位的企业家。王石对中国最大的贡献就是他树立了一种生活方式，这贡献大于他把万科管得多么好。

美国主要的创新，大部分都是来自企业本身的创新，而不是国家搞个实验室，搞个什么大学里面有个什么样的创新。企业家为商业利益，进行科研投人带动创新。从我们投资者来说，如果能够识别到这样的企业，那你就能够很好地找到湿雪。

投资的本质在于未来，未来的希望在于创新

优秀的投资者，优秀的企业家，还要什么才构成完美的投资?

投资的本质其实还是未来。一些人也在讲未来，对一堆新兴行业有无数美好的希望，后来这些故事大部分都失败了，或者原来干的那个人他就没有坚信这个未来，或者他也没有那个性格的坚韧，这个东西只是他当时一刹那的冲动而已。

但投资从全世界来看，真的能够给你带来收益的还是未来。这些东西我觉得是能够让人类不断进步的，也都是一些我们可能现在看起来比较疯狂的想法，它最后能让人类不断地往前走，我觉得这些东西可能是很重要的。但这些东西其实建基于文化，建基于整个社会制度的配套。整个社会大家得宽容失败。

你讲过一个埃及艳后的故事?

埃及艳后的故事不是我讲的，是我看来的。那时大概是 2 050 年前吧，是托勒密家族的最后一代，如果她那个年代有 100 美元（她是肯定有的，尽管那时候没有美元），每年 2%收益，到现在，可以给全世界 60 亿人口每人分 50 亿美元。我觉得这是很有意思的一个故事。如果去看古希腊的话，可以追溯到公元前 3500 年，那个时候有了非常文明的标志。你现在跟我们这些人讲，每年只挣 2%，我们会觉得是个笑话，或者觉得太没有能力了。可你要在 2 050 年前，每年挣 2%，现在这个数字是个天文数字，一个你不敢想的数字。回溯历史，其实历史的进步是非常缓慢的，所谓每年 2%不就是进步吗？是非常缓慢的，什么时候开始好起来？就是工业革命，这

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

个财富迅速创造出来。近 200 年可能创造了全世界 99%以上的财富。过去 5 000 年，可能就只创造了百分之零点几的财富。

什么是财富？是用货币去衡量吗？是用实物去衡吗？

我觉得是劳动生产率的提高。巴菲特最近讲了一个故事。他为什么说黄金高估？他说全世界有史以来，有记载的黄金，有人说是 16 万吨，有人说是 10 万吨，但你按 16 万吨算的话，基本上就是一个 20 米 ×20 米 ×20 米的立方体，还没有我们这栋楼体积大。就是这样一个黄金立方体。它代表的财富是多少呢？我当时算了一个数，好像是 64 万亿人民币，大概是 10 万亿美元，比美国股市略小。

但如果让你选择，你会去选择一个 20 米见方的黄金，还是会选择一个能够源源不断给你创造价值的股票市场？就好像石油，当时到了每桶 140 美元的时候，你去算一算，就仅中东地底下埋的石油大概就相当于全美国的股票市场的价格。如果从这个角度来算的话，最后你会觉得油价肯定是高估的，巴菲特这么一算，他觉得肯定黄金价格是高估的。他说傻瓜也不会选择这样一个冷冰冰的立方体，而不去选择一个有生命力的、能够给你创造价值的、新的事物不断涌现的东西。

其实社会财富就是工业革命以后创造出来的，然后社会进步的本质也是劳动生产率的提高。所以讲这些故事，是挺有意义的，就是财富到底是怎么创造出来的？是工业革命以后创造出来的。然后这个东西能不能持续？如果持续的话，财富就会继续创造。如果不能持续了，2%都是奢望。其实就是这样一个东西。那为什么会有工业革命？就要看欧洲历史。

工业革命为什么没有在亚洲发生？中国为什么缺少创新？

工业革命没有在亚洲、南美、北美，全世界这么多人口的地方发生，为什么会在欧洲发生？回头看看那个年代的历史，从一七七几年开始，一直到现在，每天都会有无数的奇思妙想。我们中学大学学的那些科学的东西，都是 100 多前年就被一大堆人做出来了。今天去理解什么波粒二象性，去理解量子力学，理解相对论，我们都很困难，那时他们那些伟大的人，居然就把所有东西都想出来了。这些东西怎么产生的？它一定有传统，然后有制度。所以这个社会进步，比如说希腊靠航海，罗马靠修路，后面工业革命是靠图书馆和印刷，靠宗教改革，所有这些东西最后导致了文艺复兴，解放了思想，最后就一路走到今天了。中国人民就老不搞这些东西，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

中国人民不断要控制，控制到最后就没有创造力。

现在我们有中国老大这种心态，觉得中国可以说“不”，这些我觉得都是很不可取的。这个社会最终能够引领向前进的，还是创新。而创新是一个配套工程，是整个制度和人们思想的解放。如果你看到我们现在，控制越来越加深，多亏有了互联网，导致了信息的流转，你老靠这种控制的话，最后一定是扼杀活力，走到后来就是无本之源。我记得当年杨小凯跟林毅夫争论后发优势和后发劣势，林毅夫觉得我们有后发优势，杨小凯觉得后发是劣势，因为你后发你就跟在别人屁股后面学，就没有创新。而先发的人永远在前面打开一片新天地。最后习惯了别人的创新。我觉得杨小凯看得更深。

有一次我坐飞机，一个老外坐在我旁边，就跟他吵起来了。他说你们中国除了历史上那四大发明以外，现在发明什么东西了？有什么东西是你们发明的，你说出来。我哑口无言。

投资的本质在于未来、未来的希望在于创新。大到人类社会，中到一个国家，小到一个企业，都是这样的。美国的创新能力，我们都验证过了。其实日本在新型创新上也是做得非常好。

中国为什么没有创新？是不是我们现在还在学习的阶段，中国所谓改革开放也就是 30 年时间？

你去看中国历史，就觉得所有该拐弯的地方都没拐弯，就变成了绕圈，驴拉磨。这些年放在大的背景下，我觉得也是。从两次世界大战之间社会主义思潮的兴起，因为那时候资本家剥削工人剥削太狠了。资本家剥削得太厉害了，老百姓过不好日子，不行。然后走到绝对公平了也不行。在做饼和分饼中间，在公平跟效率中间怎么去找平衡？然后布莱尔提出来第三条道路，就是要在做饼和分饼之间找平衡。然后英国和整个欧洲战后就走到了一个福利社会，比社会主义还社会主义。工人全成了大老爷，完蛋了！后来撒切尔改革，其实她所谓的改革也就是纠偏而已，远没有改到美国那个程度。所以这 100 多年，做得最好的，就是美国。而且我觉得这也跟新教在美国比较流行有关系，新教比天主教更严于律己。这些也是挺重要的。

有没有创造能力是需要传统，需要文化的。就像德国和日本这样的国家，任何时候它们都是强大的国家。它们每次被摧毁，每次都还能爬起来。就像美国这种制度，它永远都会是很强大的国家。就是说这个世界是由创新来领着向前走的，是由

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

劳动生产率提高领着向前走的。我觉得这个可能就是球要去的地方。

中国是从上至下的体制嘛，你只能期望从上至下，随着历史的变化，当这个生产关系越来越不适应生产力的发展的时候，它会有些微调，或者有一些很大的调整。那么从企业来说，是否由企业推动了一些创新呢？

从中国统治的传统来说，士、农、工、商，把工、商放在后面，把士、农放在前面，它这个排序，就是一个不鼓励创新的排序，就是一个鼓励稳定的排序。还有不患寡，患不均，这也是一个不鼓励创新的东西。大家总是一有机会就会搞平均主义，其实真正鼓励创新的话，在传统上我们找不到。中国人民勤劳这方面也是没问题的，模仿能力强也是没问题的，我觉得真正要能做到，自上而下肯定会是的。自下而上就麻烦了，变成了历史循环，一次一次农民起义。所以自上而下其实是要用制度来保护创新的存在。

还有一个在分饼上，我觉得分饼是非常非常难的。小平讲的让一部分人先富起来，就是先别考虑分饼的事，先做饼，挺好。做到一定程度，现在要分饼了，如果分饼分不好，就没有人做饼了，最后就没饼了。咱们经历了那么多时代，黄仁宇讲中国过去就是靠自我管制。过去封建社会里面，中国就靠村子里面什么保甲制啊，什么宗祠自我管制的。没有外面的管制能力。到了今天这个社会，政府有了管制能力，政府也得学会控制自己的欲望。因为最后大政府一定是手越伸越长，什么东西都管，最后你还弄了一大堆国企。国企一定是扼杀创新的，百分之一千是扼杀创新的，它没有那个激励体系。政府如果把更多的资源集中到它那儿，又通过国企来干预经济过程的话，这个创新就完了。所以像美国淡水学派，最不赞成的就是加税，他认为你政府要那么多钱干吗？他们提出“饿死巨灵”，他们觉得政府就是巨大的幽灵，一定要把它饿着，让它不断跟我借钱，这样才能控制它的破坏力。否则它要是越长越大，它的破坏力就会不得了。

中国政府总是希望说政府来鼓励创新，看样子这是不可能的。

不可能的。政府只能够小政府，管得越少越好。

深圳对中国是一个非常重要的城市，它原来是一个 10 万人口的小渔村，现在变成了 1 000 万人口的大城市，所有的国有企业基本上都死掉了，是一个基本没有国企的地方。然后政府原来是小政府，很小，你原来管 10 万人的政府，没有一下子膨胀

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

成那样，很多东西你管不到，就像我们警察编制永远是不够的。结果哪天政府一大了，它能够管得多了，就麻烦了。

有一天我看到一个报道，采访李锂，海普瑞的董事长。我觉得他讲得特别有意思。他是从重庆搬到深圳来的，人家说，因为我也去过重庆，看到重庆市政府对企业真是殷勤啊！每一个企业都有专门的政府对这个企业的负责人，企业要办什么事，就去政府，找这个对口的人，他就替你把所有事情都办了。我觉得听起来挺好啊！后来人家说重庆不是对企业挺好的吗，你为什么要从重庆搬到深圳来呢？后来李锂讲了一句话，我觉得挺有深意的。他说重庆政府太照顾我们了。他太照顾你了，你会不寒而栗。

照顾得无微不至地干预。

对。你恨不得什么东西都要跟政府讲，比如你的发展方向，天下没有免费的午餐。他觉得到深圳好，深圳没有大政府。所以他觉得在深圳这个环境里面他比较适应。我觉得应该让每一个政府、每一个市长回去都给大家讲讲这个东西，让大家读读。

从政治经济学来说，政府也是利益团体，不仅是中国，即使美国这样的体制，或者欧洲这样的体制，其实本质上没什么差别，它也是一个群体。尤其在中国这种双轨制的经济下面，它是有强烈的扩张的冲动。他也是理性人，对吧？

这个我觉得就要靠上面的人来管嘛。从帕金森定律来说，最后一定是 1 变 2，2 变 4，4 变 8，每一个人都在自己手下安两个脚，最后政府一定是无限膨胀。然后人多了以后就要找事干，本来不该批的也批。本来你现在 8 个人的编制，我给你砍成 4 个人，很多东西可批可不批的，那就不批了。如果砍到 2 个人，你能批的东西就更少了，也许社会效率就提高了，绝不是降低了，社会可能比现在更好。

从微观层面看，你观察研究了那么多企业，咱们中国企业创新能力在是哪一水平？

我就先从创新来说吧！我觉得深圳公司是中国所有企业的典范。像中兴、华为、中集、招商、平安、万科。你把那个股票代码上的深圳公司划掉了，可投资的公司一半都没了。

我觉得这不是偶然的，为什么深圳 1 000 万人口，2 000 平方公里的土地，在中国什么东西它都占不到 1%，然后能够产生可投资公司的一半。有人说浙江怎么样，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

我说浙江也挺好，浙江叫不管制，让你的本能释放出来。我说这种本能可能是小学毕业的本能，所以出了无数的企业。这种企业经济学界总结叫“小狗经济”。深圳呢？是把你的本能释放出来以后，告诉你前面有个远景，所以深圳的企业可能是大学毕业的企业。大家都把本能释放出来以后，有更远大的理想，所以深圳就会出这种大公司。而浙江的很多企业最后做到一定程度做不动以后，就出炒家，出一大堆炒房、到山西炒煤矿的，什么地方的炒房团、放高利贷的，温州是一个代表。所以我一直觉得这其实反映了一个地方的后劲，有没有未来。中国的创新，如果说从上至下，拿深圳当模板就好了。深圳的模板就是小政府，就是深圳企业如果不去找政府的话，你就不知道有政府。而重庆的政府，你不去找政府的话，政府还会来找你。中国企业和中国人能干、能吃苦，别扼杀就行了。

投资没有接班人

你原来说过投资总监的高度决定了公司的投资高度？

对。我觉得很多公司建立投资团队，无论基金也好，私募也好，在这个上面是有误区的。任何一个投资团体的水平，是由最长的那个板决定的，不是由平均的水平决定的。很多人没有这个认识，他们总是去花很多钱，去招了很多人，他们不知道要花很多钱去招一个人。这个人的高度决定公司的高度。

就共同基金经理个人而言，他们大多是名校出身，从小到大一直处于顺境中，而顺境中的基金经理能不能正视自己、能不能听进批评意见是至关重要的，尤其是牛市来了以后，每人每年都赚百分之六七十，不少人都觉得这是自己的能耐，却忽视了市场的力量，这是比较危险的。投资的一个重要准则是控制风险，每次投资首先应该考虑的是能不能承受风险，而取得收益特别是超额收益是命好，跟能力关系不大。所以，在顺境时要正视自己，多想想自己能力的不足和知识结构的缺陷，这对基金经理个人的成长，对整个行业的成长都有帮助。

有人说过，投资是学会的，不是教会的。

这个我不完全同意。大家对投资团队的理解，我觉得是有偏颇的。其实投资是一种生活方式，而很多人管理投资团队没有从生活方式这个角度来约束或选择，而更多的是从制度、流程、方法上入手。其实制度流程如果做好了，就让它成为生活

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

方式的一部分。

投资管理是一个孤寂的行业，有时很残酷，好就是好，不好就是不好，没有任何借口，能忍受这种折磨的人少之又少。这个行业，年龄不是劣势，但要几十年如一日保持激情和热爱，确实不易。这就需要身教胜于言传，就是你自己的生活方式首先就得在这个里面，你得比别人更用功，然后你才能把这个团队往前带，注重历练自己的投资，历练这个团队的投资，让大家能看到这种生活方式的意义。

我也觉得领军人物很重要。有时候没有领军人物整个公司就感觉缺了一点什么。有的公司，走了一个人，好像这个人的影子还在公司一直存在。

不会持续很久，这个人走了，因为生活方式是不能强加给别人的。一定要他发自内心来接受，或者说他自己来寻找适合他的生活方式吧！所以投资这个东西，没有继承人。比如说巴菲特要想把他这个班接下去，他是痴心梦想，无论他怎么选接班人，也是不可让他的精神延续下去的。比如索罗斯想让他的精神延续下去，也是不可能的。

投资没有接班人。某个人离开了，那些东西、所有东西就会慢慢地消散，就像你说的，他那个气味可能还留下来一点，但是过个三五年的，这个气味就散完了。这个东西不可能延续的，将来谁来接这个班，就慢慢地又打上这个人的烙印。

你对年轻的投资经理有什么建议？

我觉得还是多读书吧！多读书才能多思考，然后才能够融会贯通。读书读得少了，懂一点就觉得自己懂很多，然后多读了以后，才能够把所有的东西串起来，才知道因果，就不会知其然不知其所以然。

读书影响的是人的思想高度，让人求仁得仁。比如曾是投资伙伴的索罗斯和罗杰斯，两个人都是天才，也都很努力。罗杰斯为什么那么努力,是为了赚钱过好日子；而索罗斯赚钱是为了改变社会，所以大家都求仁得仁，罗杰斯变成了富人、职业投资家，而索罗斯变成了哲学家、社会活动家。两个人都达到了自己的人生目标，而性格和高度的不同使他们最后成为不同的人。如果肯努力，任何一个人都可以成为自己想成为的那个人，但最后决定一个人成就大小的是他的高度。

金庸的武侠小说，我很喜欢读。金庸的小说就是香港各时代精神的武侠演绎。金庸开始写的郭靖代表了 60 年代的香港，令狐冲是 70 年代的香港，韦小宝象征 80

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

年代的香港。60年代想取得成功，要像郭靖，命好、运气好和自己勤奋肯努力；70年代要学令狐冲，聪明、机遇好、出身好和有原则；80年代的韦小宝，绝顶聪明、出身市井、处世圆滑、命好也有原则。金庸很厉害，看透了香港社会上取得成功的本质，然后表达出来。

我以前特别喜欢理想主义的作品，比如《约翰 · 克利斯朵夫》，这些书影响人的一生，所以我们还有点理想，不是得过且过的。

最近在看什么?

我最近在看欧洲历史。从古希腊慢慢地看，看到现在，然后想想那些大的变化。

然后就是多看看宗教。全世界到现在为止，剩下来为什么都是教堂？这个我觉得也是挺重要的。不完全是经过战争没太毁灭，因为宗教在理财方面很重要，它树立了精神信仰，然后很多人最后就把东西捐给它，死了把财产捐给它，活着的时候也捐财产给它。他们拿了这些东西，绝大部分都买成土地，然后再出租。出租以后等到土地越来越多，财富越来越多以后，就建图书馆，于是召集了很多人来研究图书。然后招来那些人，比如哥白尼、布鲁诺，他们学着学着就学出了科学，学科学以后他们就发现世界不是上帝创造的。因为最有钱的就是教会，你没有钱就没法搞研究嘛，教会养了一帮人来研究神学，最后科学就发展了，最后就有了文艺复兴和思想启蒙，有了达尔文的物种起源。社会就是在这种不经意中间一点点地变化到现在，然后到今天变成了科学知识。

但是宗教我觉得还是挺重要的。《新教伦理和资本主义精神》，马克斯 · 韦伯那本书，讲得还是挺好的。我觉得还是以前书读得太少，忙于事务，每天忙着开会，无聊的会，看无聊的文件，签无聊的东西，然后发现有那工夫真还不如好好看点书，多旅游旅游。所谓“读万卷书，行万里路”还是挺重要的。行万里路不仅仅是去看风景，比如你去欧洲看看地理，看看那些留下来的东西，了解了人类文明一脉相承，其实挺重要的。所以钱花得最值的地方，应该就是多看书、多去旅游。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

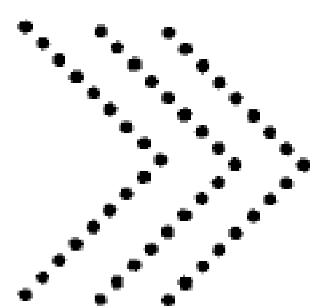
全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

江平 顶尖对冲基金交易员

江平资本管理［纽约］

江平，1965 年生于江苏靖江。1981 年，以扬州地区高考状元考入中国科技大学化学系，1986 年毕业后到中国科学院上海分院攻读研究生，1989 年去美国普林斯顿大学攻读化学系博士。在此期间，先是作量子化学纯理论研究，后来转攻材料物理化学，做半导体材料方面的实验。1993 年拿到化学博士学位后，江平赴斯坦福大学商学院读金融博士学位。1995 年，江平没有读完金融学博士就进入雷曼兄弟公司，从事外汇及衍生品专业交易，先后担任墨西哥比索交易员、拉美外汇首席交易员、拉美外汇及债务主管、全球宏观交易主管等职务，最高任雷曼兄弟全球外汇投资决策人，2002~2003 年一度承担雷曼兄弟全球外汇交易 99% 的风险，所负责小组业绩占到整体业绩一半以上。2005 年 3 月，江平加入著名的宏观对冲基金赛克（SAC）资本管理公司，负责规模近 20 亿美元的投资，主要领域包括全球外汇、国债、股票及期货。根据美国《交易员》杂志 2007 年 4 月的榜单，江平以 1 亿至 1.5 亿美元的年收入跻身“100 位顶尖交易员”名单，在他之前，该榜单历史上从未出现一个华人名字，江平成为历史上唯一因投资业绩收入过亿元而与大型对冲基金及投资银行总裁并列世界金融百强的交易员。2008 年 4 月，江平成立了自己的对冲基金公司——江平资本管理，主要投资新兴市场股票和债券，根据可查阅的资料，其旗下江平超级价值基金成立于 2008 年 6 月 1 日，在 2009 年，该基金的年度回报率高达 192.8%，2010 年，该基金年回报达到 105.13%，连续两年列新兴市场对冲基金首位。2011 年虽然遇到很大困难，但仍然回报 2.19%，位列彭博新兴市场对冲基金前十名。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



外汇交易员，现在国内尚无这个正式的职位，但在全球范围，高盛等国际投行，都不惜重金网罗优秀学员参与其交易员训练计划，一个优秀的外汇交易员，年薪可达数千万美元。外汇交易员需要经历密集的交易训练，由极其严格的胜率行为驱使，除了要求有持续稳定的交易赢利能力外，对其行为准则、情绪控制、资金管理、风险管控等方面也有极高的要求，可谓是全华尔街最具挑战性的职位。

江平作了15年的交易。在对冲基金领域，宏观对冲及新兴市场对冲的收益最高，风险也较高。交易员长期生存率很低，更别说成为顶尖交易员；顶尖交易员也可能是昙花一现。江平行走在全球外汇、指数、股票、债券、期货及衍生金融工具之中，在雷曼，他已经是行业中举足轻重的拉丁美洲市场专家；在赛克，他进入了顶尖交易员的名人堂；而他自己创办的公司，连续两年以远超行业第二的业绩而排名第一，实践着他作为顶尖交易员的理念和策略，也一步步实现着他“挑战华尔街”的理想。

我2006年第一次与江平见面时，觉得他很自信，非常讲究行军打仗的策略，平静的表情中，行事言谈却透露着激情。而不久前我再见他时，觉得他变得沉稳了很多，但他一到交易台前，行军布阵、张弛有度；指令时而宏观规整，时而细致入微；既有保持长达10年的战略主线，又有应对市场的随机应变；赢则长驱直入，输则善败不乱；

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

看乱云飞渡，我自闲庭信步。

江平作交易纵使有一定的先天因素，更有赖于后天的刻苦训练和培养。十数年来，他每天都作盘后分析，胜的原因、败的理由，来自运气，还是来自判断——他称之为后勤补给。在征得他的同意后，我在他作盘后分析时给他拍了张照片，作为记录。

在零和游戏的外汇市场上，要想成为赢家就要有独立思考的能力。因为要区分市场共识形成的初期，及最后盛宴的结束，通常是非常不容易的。江平非凡的独立思考能力及在此基础上的自信，使得他在面对重大历史性的机会时，能“当所有人都站在对立面”时，“站在所有人的对立面”。

1996 年，江平看涨墨西哥货币，而当时整个华尔街一致看空墨西哥；1997 年，看好中国，认为人民币不应该贬值，反而应该升值；1999 年，预计到阿根廷经济会崩溃并从中赢利，随后又看到阿根廷经济会复苏，从而投资阿根廷；2000 年，预计到美国股票市场会崩盘，从而做空股票；同时认为美联储会降息，而且会降到很低，购买短期国债；2002 年，看到石油和其他资源的升值，投资资源出口国特别是石油出口国货币市及国债；2004 年，看出全球外汇的关键已不是美元对欧元或日元的贬值，而是以美元为首的七国集团货币对新兴国家货币的贬值；2004 年，看空美国房地产，美国房地产在两年后爆发了次贷危机；2005 年 10 月，中国上证指数在 1 000 点徘徊之际，江平认为这是一个历史性机遇，并对中国股市进行了战略性投资；2007 年 9 月，他指出中国股市将面临类似 2000 年纳斯达克似的下跌；2008 年，预测到新兴国家股市泡沫的破灭；2009 年和 2010 年，两年都取得 100% 以上的回报。在 2010 年年底展望 2011 年，江平认为新兴市场股票已经高估，过去 10 年跑赢七国集团国家股票的情况应该不会继续，他还非常怀疑商品及商品出口国繁荣的可持续性。2011 年市场运行大体如此。

在与江平的采访交流中，打仗是经常出现的词汇，兵法是他的重要借鉴。与我们理解的交易员不同，江平首先考虑的是长达数十年的宏观大格局。如他从 2004 年起就战略性看空美元对新兴市场货币的贬值；从 90 年代初全面看好中国，到现在有选择性地看好中国……从此足见其战略上的长远布局。但同时，江平在“大处着眼、小处入手”的交易中，却能随时“排除杂念、眼盯前方、搜索目标、紧扣扳机”，保持一个交易员的机警和敏感。

在长期方向正确、短期交易波动的市场中，判断对错未必会直接产生利润。很多时候判断对了，但依然不能赚钱；相反有时判断错了，但还是能赚到钱。把判断

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

错误带来的损失最小化和判断正确带来的利润最大化需要很高的交易技术。他在交易前先想好亏损及退出方案，要败而不乱、失地不失人。

与江平在他纽约的办公室里边谈边吃了个工作餐，然后一道在附近布赖恩特公园里散步。公园中心溜冰场里人头攒动，人群脚下的冰刀划线重叠交织，将冰面划得模糊不清，有如金融市场复杂的曲线。江平成立公司以来，全身心专注于资本投资，几乎从不接受采访。为支持本项目，江平同意我们结合其同事所提供的可披露的资料、彭博资讯上的信息，《挑战华尔街》一书，以及访谈中可采用的信息，对2006年的初次采访进行更新处理，形成了如下的访谈录及观点综述。



>>>工作中的江平

>·——·<

挑战华尔街

你曾经将自己的心得汇成了一本《挑战华尔街》，你作投资非常有自信，深入研究、独立思考，你从不相信华尔街？

我很少看华尔街的研究报告，也不太和华尔街的分析师通电话。华尔街利用经济学家、分析师的主要目的是给公司赚钱，而不是寻求事情的原因和结论，敢讲真话的经济学家、敢于揭露真相的经济学家是不受华尔街欢迎的。因此，华尔街很多消息都是以讹传讹或者很滞后，但很多人被这种消息和所谓的点评蒙蔽而丧失了自

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

己的判断力，作出错误的选择。

我除了自己作研究，还有一支优秀的投研团队。在我的团队中，交易员必须能作研究，因此，我在招聘员工时并不在乎其是否有金融方面的基础，而更看重其研究能力，所以我招的大部分成员是有极强研究能力的博士硕士。经历过实战后，回过头来再听美联储主席的讲话、大国之间领导人的讲话，就能了解字里行间有何含义，自己据此对宏观局势作出独立的判断。

政治家有的时候也身不由己，所以政治家的话大多不可信。比如美国的罗伯特·鲁宾，他做过高盛的高级交易员和总裁，后来成为美国财政部长。鲁宾在财政部的时候推行强势美元，他退位后则看空美元，但介入时间太晚，反倒亏了钱。当时鲁宾为什么要推行强势美元？因为他服务于美国，在美元下跌之前推行强势美元，把将要贬值的美元卖给其他国家。但投资者听他的话是赚不到钱的。

很多经济学家有自己的思想，有深刻的见解，但有远见的人有时很难生存，因为如果他的话不能为他的机构服务，不能为机构赚取利润，这些人就会被淘汰。华尔街公司需要的是能把产品推销出去的人。华尔街看多的不是哪个资产最值得买，而是哪里赚钱多。

华尔街为什么在1998~2000年看空新兴市场，看多美国高科技？因为高科技股天天上市，老百姓天天炒高科技股。公司上市，华尔街赚钱，大家天天交易，华尔街又赚钱，然后这个公司又被兼并收购，华尔街还是赚钱。华尔街知道钱从哪儿来的，所以要写报告编理由支持它。1998年的时候，新兴市场资产非常便宜，可是华尔街在新兴市场亏得一塌糊涂，它就说新兴市场不好。但有一个特例，当时新兴市场的阿根廷处于崩溃边缘，资产高估，不停地把旧债换新债，华尔街在阿根廷赚了很多钱，当然最看好阿根廷。但现在看空阿根廷，是因为现在阿根廷债务非常低，不需要整天靠华尔街发债过日子，基本面非常好，华尔街赚不到钱。

华尔街有很多聪明人，但作为整体都是由利益驱动的，所以从来都是什么赚钱推销什么。这里有很多人是在鹦鹉学舌，但是也有不少人清楚地知道这是怎么回事，但是他们不能讲。投行2000年的时候就做空高科技股，但对外讲都是一致看多。

我们一开始也没有什么经验，也经常被骗。有些人说跟你分享一些消息，我开始都信以为真，但对在华尔街作推销的“朋友”你都要打个问号。他们有时会主动分享一个消息给你，说这个数据特别好，肯定要大涨，那你就要问一下自己他们的目的是什么，并不是说他们的报告都是作假的，但可以说华尔街做任何事情都是从

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

自己的利益出发的。

你可以挑战华尔街，那一般投资者怎么办?

普通投资者生财致富必须靠做好本职工作，而不是靠投机交易。忠言逆耳，投资者往往听不进去。我经常开门见山地告诉投资者，想靠炒股赚钱很难，他们很不爱听。看到他们亏钱，一方面很痛心，但另一方面套用鲁迅一句话就是“哀其不幸，怒其不争”，因为他们前赴后继地跟着华尔街走。我们有挑战华尔街的信心——我曾经写过一本这样的书——但真正做起来是一件很难的事情。我们知道任务艰巨，但不管困难多大，我们不会跟他们同流合污，还是按我们的方式做事情。

十年雷曼交易员

你是哪年进入这一行业的?

早在 1991 年年底，我还在普林斯顿的时候便开始对投资产生兴趣。1993 年拿到化学博士学位后，我决定去斯坦福大学商学院读金融博士学位。两年后，进入雷曼从事外汇及衍生品交易。我曾是雷曼外汇全球投资决策人。2005 年 3 月，受赛克资本管理公司总裁力邀，我加入了这家著名的对冲基金。2008 年 4 月，我离开赛克，创办了江平资本管理。

你在雷曼 10 年，你还记得你进入雷曼后做拉美外汇衍生品交易的情形吗?

1995 年进入雷曼兄弟国际后，我接受了半年多的职业培训。从 1996 年开始，我作为高级交易员助理，设计交易模型并协助交易员作对冲交易，为公司赚了不少钱。

之后我开始独立交易。1997 年年底，我第一个做墨西哥货币期权，凭着对墨西哥货币衍生品交易，雷曼在全球外汇领域排名迅速靠前。我的交易很快就从墨西哥货币衍生品交易扩展到整个拉美外汇衍生品交易。当亚洲金融危机冲击拉美经济的时候，很多对手被打垮了，而我们依然坚挺。有一度，几乎所有拉美外汇衍生品交易离开我们的拉美交易小组很难成功，雷曼兄弟国际也就是在那时候确立了拉美外汇衍生品交易的全球领导地位，垄断了绝大部分交易量。1998~2002 年，在阿根廷危机中，雷曼是全世界唯一一家在阿根廷金融市场崩溃前、崩溃中和崩溃后都赢利的机构。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

你曾说过有段时间，你承担了雷曼兄弟全球外汇交易99%的风险，这是怎么回事？

全球外汇交易部是雷曼兄弟国际很重要的一个部门，起初我们只占全球外汇交易风险和收益的5%~10%，这是很小的比例。1998年年底，俄罗斯爆发金融危机，华尔街损失严重，但我领导的交易小组在这段时期却表现优异。1999年、2000年，我们的交易开始从拉美外汇延伸到加元、日元、澳元、美国国债等衍生品。2000年，我们的交易量远超出单一拉美市场，有一段时期，我一个人承担了雷曼兄弟全球外汇交易99%的风险，我们小组的业绩占到整体业绩的一半以上。

在16年的交易经历中，哪次交易挫折让你记忆最为深刻？

2003年3月美国攻打伊拉克，我单月损失了3 500万美元，但此前的一二月我们已经有7 500万美元的赢利，所以第一季度还赚了4 000万美元。

2003年那次交易，我们起初判断美元贬值是对的，当时欧元兑美元是1 ： 1.1，我们认为欧元将继续升值，美国会连续降息。我们也充分考虑了美伊战争，这场战争绝不像媒体鼓吹的如同吃蛋糕般容易，打下去一定会旷日持久，这将对美国经济产生不利的影响。后来的事态验证了我们的判断——美国降息、美元继续对欧元贬值、美国陷入伊拉克战争的泥潭。

但刚刚开战的一个月中（3月），美元却是升值的，欧元兑美元滑落到了1：1.06，在美军攻占巴格达的时候跌到了1.05的最低点。当时美国在伊拉克的战斗确实很顺利，摧枯拉朽，以致人们错误地认为再没有什么国家和地区能制约美国，包括欧盟也不行，所以欧元一路下跌。再过了一段时间，真相才显现出来，战争不是吃蛋糕，美国占领容易维持难，美元开始下跌。但就在战争开始不久的那一小段时间，由于人们为假象所蒙蔽，美元出现反弹，欧元、加元、澳元等进行调整，造成我们短期的巨大损失。外汇市场就是如此千变万化。

不过，判断对错未必会直接产生利润，很多时候判断对了，但依然不能赚钱；相反有时判断错了，但还是能赚到钱。把判断错误带来的损失最小化和判断正确带来的利润最大化需要很高的技术。

你怎样做到这一点？

在雷曼的时候，我发现有一个交易员老是看淡股票，但股票老是往上涨，但他一年做下来还是不赔不亏，这是什么原因呢？他败而不乱、败而不溃，善败。这个

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

交易员不是MBA，大学也没读完，他开始做的是华尔街很初级的工作，但是他一步一步走过来，如军营里的老兵，最后成为雷曼最出色的交易员之一。尽管他的宏观观点大部分是错的，一败再败，但通过东打一枪西打一枪的灵活交易，他不仅生存下来，而且还赚了很多钱。他出色灵活的操作以及败而不乱的镇定给了我很大启发，让我学到很多东西。

在这方面，我的优势是把从斯坦福那里学到的宏观金融、微观金融、数学金融、衍生品理论等，用于直接建造市场模型。我一开始并不纯靠理论吃饭，而是去从事交易，从最小的层面入手，等我把这个最小的层面钻研透彻，我发现大的方面也融会贯通了。

所谓的经济学大牌，管理资金往往不成功，这是什么原因呢？很重要的一点是，除了大处着眼之外，尚需从小处入手。在读书时，我有很好的化学理论基础，但在做实验时，发现拧一个螺丝钉都很困难，做出来的东西和完美的理论模型相差甚远，这表明理论和实践并不容易契合。

为什么说从最小层面入手最有优势？打个比喻：什么人最先知道战争的结果？答案是站在最前线的哨兵，他从他的指挥官、战友、敌人不同的士气和举动中可以直接地感受到战局的变化，后方的参谋部无论获得多少情报都不如他的感受真实。“二战”期间谁最清楚苏德的战况？毫无疑问是最前线的士兵，苏联的士兵先经历了溃退，然后坚守，最后是反击，这些情况都是最前线的士兵汇报上去的，斯大林稍后才知道。

你在欧元诞生以来，看到美元由强转弱的转折点，你是如何参与并促成这一转变的？

1999年元旦，欧元面世时兑美元是1.17，当时主流观点认为欧元兑美元要涨到1.4，但之后两三年欧元兑换美元最低跌至0.825。当欧元跌到1.0时，我开始关注欧元并着手买进。这是非常惨重的下跌，华尔街很多和我持相同观点的人败在这次下跌中。在欧元兑美元自1跌到0.825的过程中，我一路买进，并通过衍生品交易避免了较大的亏损。2002年，欧元从0.825开始上涨，由于我一直关注着战局，所以一下子把握住了机会。当时在华尔街很多人大喊再也不做欧元了，我却持续买进欧元。涨到0.9的时候，我买进；涨到1的时候，我买进；涨到1.1的时候，我继续买进；涨到1.2的时候，我还是买进。到2004年年初，欧元兑美元涨到1.25，我进行

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

平仓。之后，欧元上涨到1.3，我认为虽然美元弱势，但并不表示欧元、日元很强，未来真正强势的应该是新兴国家的货币。事实证明，把欧元看到1.6的交易员又遭受了很大的损失。

当2001年阿根廷风暴袭来的时候，我认为这是最后的风暴。当时美元还在上行，但我认为它已是强弩之末，很多国家的货币虽然经受了一轮又一轮的摧残，但复苏的势头不可遏制。所以我看好阿根廷的复苏，看好墨西哥的复苏，看好俄罗斯的复苏，看好人民币的升值。在美元这一轮反转中，我一直站在第一线，所以比那些在大后方的总指挥知道得要早得多。美元的转弱，索罗斯和巴菲特看到是在2003年；格林斯潘和鲁宾看到美元弱势而看好欧元是在2004年。所以，尽管我不是最早预测到美元贬值（美元贬值在1995年已有人预测），但我是全球少数几个现实中看到美元由强转弱的那个转折点，并直接参与和促成这一转变的人。

我预测美元贬值的时机早了一点，有段时间美元不仅没有贬值反而升值。但我在边打边退的过程中始终坚持自己的想法，由于我看得比别人远，所以经常出现先亏损后赚钱的情况。

交易员一般喜欢跳槽，你为什么能在雷曼干10年？

华尔街的绝大多数交易员交易生涯都很短，其中大部分被淘汰了，剩下来的那部分里也有很多人跳槽。跳槽有的是因为压力太大，有的是对报酬不满意。其实当时我拿的奖金比例也是很低的，我一直没有跳槽，是因为我坚信做好任何事都需要“十年磨一剑”。

在雷曼整个公司里可以说我是在交易方面拥有最大自由度的人。2001年“9·11”恐怖袭击事件之后，雷曼位于世界贸易中心之侧的世界金融中心总部被毁，搬到新泽西州一个地方。当时正值阿根廷危机，我用一种非常有争议的、非传统方法从事阿根廷货币及债务交易。雷曼内部雇了近20个人，3个独立团队，分属全球外汇部、全球信贷部及全球新兴市场部，分析阿根廷风险。可是它们三家的报告各不相同，有说我风险太大，肯定要亏，有说不要紧。高层开会时争不出结果，最终还是让我放手行动。

虽然我在雷曼的业绩提成比例低于平均水平，但是我对它还是很有感情的，希望能留下，可是对于我的一些基本要求他们都不能满足，最终导致我去赛克重新起步。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

你怎么看待雷曼的倒闭?

我离开雷曼的时候，拿着它的股票，觉都睡不好。雷曼的股价下跌我觉得没有什么意外的，绝大部分华尔街的股票都会跌得很低，这是我们知道的，但我没想到它会破产。我认为美国政府当年拒绝接手是不明智的。我当时认为，美国决策层一定会做对美国最有利的事情，或对美国损害最小的事情，用很少一点钱就可以接手它。但实际结果造成的损失比这个超出百倍，这是因为华尔街有一部分利益集团影响了决策层，雷曼倒了就减除了一个对手。

上榜全球百佳顶尖交易员

你 2005 年加盟赛克，赛克的名人老板史蒂文 · 科恩（Steven Cohen），他强在什么方面?

美国股票。老板科恩是短线交易的高手，现在他的精力、规模不允许他这么做，但当年他是全球第一块牌子，他赚钱全是靠短线。虽说如此，在全球宏观方面，他也有很好的直觉。

赛克名气很大，但仅是在美国股票交易市场属龙头老大，其他方面都还薄弱。我去之后，负责建立全球宏观，特别是新兴市场方面的交易团队。有一天科恩在家中设宴，邀请了多位全球宏观专家，包括哈佛大学教授、前总统里根的首席经济顾问马丁 · 费尔斯坦。美元的去向是中心话题。当时美元兑日元是 103 左右，兑欧元是 1.30 左右，大家都一致看好日元和欧元，而我是唯一有异议的人。我说资本市场的主要矛盾，已不是美元与其他发达国家货币之间的不平衡，而是以美元为代表的发达国家货币与以人民币为代表的新兴国家货币之间的不平衡，以及全球泛滥的流动性与以石油为代表的不可再生资源之间的不平衡。只有科恩听了似乎受到启发，没有当场将我的观点否决，并在晚宴后与我继续探讨这一问题。

这次会议对我在赛克以后 3 年的意义很大。第一，我当时在赛克出师不利，亏了不少钱，而科恩并未以一时损失给我任何压力，而是对我有不少鼓励之言。第二，我虽一直不盲从任何位高权重的专家，但因交往不深，不知道他们真正实力如何。而当时费尔斯坦一直未离开过共和党权力核心，又跟小布什打得火热，是竞争联储主席格林斯潘继承人的热门人选，其他在座不少人也是对冲基金行业内公认顶级高手。日元、欧元的黄金年头已经过去，新兴货币、全球资源时代即将开始，他们竟

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

都未察觉，倒是科恩本人虽专注短线操作，但对全球大势似乎有很好的直觉。赛克后来一直很成功，这跟科恩的宏观直觉是分不开的。

你在2007年4月《交易员》杂志排行榜上，以1亿至1.5亿美元的年收入，列全球百位顶尖交易员。而且你前面的入选人多有管理费收入，而你当时在赛克只是靠业绩提成。你是怎么做到的？

从2005年7月开始，我们在拉美地区全面出击，墨西哥、阿根廷、巴西都有投资。在7国货币中，日元、欧元不升反降，令货币专家们大跌眼镜，巴菲特因持有超过百亿的低息日元、欧元货币，此时被迫斩仓。而我们在发达国家货币中只投了加元。此时能源价格开始加速上升，原油长期趋势并不像华尔街鼓吹的那样“总是会跌”。全世界的投资者似乎突然意识到，加拿大幅员辽阔，资源特别是能源极为丰富，都开始购进加元和加拿大资产。我们的一系列判断得到证实，7月我们团队赢利在赛克居于前列。8月我们招人扩充亚洲、东欧货币及债务交易。来到赛克半年多，我们已初步建成了一个全球投资与交易的平台。

有一个特别值得一提的投资是阿根廷经济增长权证。该权证结构很复杂。大致来说，如果阿根廷经济增长快，权证就有价值；增长慢，就没价值。华尔街不看好阿根廷，但我们认为，中国经济的高速增长，农产品及其他资源类产品的大幅升值，对阿根廷经济的复苏有着极大的推动作用。2005年年初，华尔街将该权证定位在1美元左右。我们因宏观上看好阿根廷而持有少量仓位。

2005年夏季，因阿根廷接连报出了几个经济强劲增长的数据，该权证涨到4美元附近震荡。有几个华尔街分析师积极地给我们提供研究报告、模型等，建议我们做空阿根廷，特别是做空这一权证。他们如此地“热心”引起了我的怀疑。我叫小组收集了有关这一权证的西班牙语原始资料，自己建模型进行分析。初步结果让我大吃一惊，因为该权证的合理价可能会比市场价高好几倍。我们没有立即去戳穿他们的谎言，而是不动声色，听凭他们压盘，我们则是悄悄进仓。一年多后，阿根廷经济持续高速增长得到证实，该权证涨至每份16美元。称霸美国及南美的两家大型金融机构，一家在2003年墨西哥利率曲线一战被我们击溃，另一家这次因试图操纵阿根廷市场被我们将计就计打了伏击，其阿根廷首席交易员、分析师等多人被解职。

在拉美进行紧张交易的同时，我们注意到中国大陆股市连创新低，上证指数几乎跌破1 000点。我们请教华尔街一些投资中国的“专家”，答案几乎是一致的，中

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

国企业的账务可靠性不高，绝对不能投。不少来自中国的人士，也听信华尔街的说教，说中国房地产是泡沫，银行全是烂账，等等。我们分析了一些上市公司，发现有不少企业赢利增长很快，红利也在增长，但连年熊市已使其市盈率降到10附近。我们在8月建议赛克进仓，但未获积极响应。

你是什么时候进军A股市场的?

我们于2005年10月提交了“在中国股市进行战略性投资”的提案。在这份分析报告中，我们指出，这是一个前所未有的历史性投资机遇。我们预测，今后十几年将有每年15%~20%的回报率，开头几年或许会远高于此，而美元持有者还可以享受到人民币升值的额外收益。我们强调，中国政治稳定，经济强劲，国家又接连出台有利于股市的政策。从价值角度来看，考虑到股改因素，实际市盈率平均只有13倍左右，分红率近3.5%，远远优于银行存款或债券。而部分封闭式基金由于受到投资者非理性的变卖，报价与资产净值相比几乎打了半价，已不可能再有下跌空间。

赛克看了这个报告后，给了我们一个小额度投资许可。2006年在我们的一再要求下又增加了投入，并支持我们在上海筹办自己的投资研究机构。我们迅速扩展了业务，使赛克成为最早在中国获利的对冲基金之一。

顶尖交易员兵法

你在赛克时曾入选全球百位顶尖交易员，但真正更让人们注目的是，你自己创业后，你的基金在2009年、2010年都达到了同类第一。

顶尖交易员名单排的是谁为自己赚钱最多，可不少人是靠收取管理费列入名单。如果以后有一个排名以谁为投资者赚得最多为标准，才有意义。

我查了下彭博资讯，你的超级价值基金，2008年6月开始，当年损失超过30%，但到2010年，两年大幅度上涨后，你的净值上涨超过500%。你的两个基金都是关注新兴市场的吗?

我们专注新兴市场，主要是从宏观角度，而不是从个股角度。2011年全球金融市场表现非常糟糕，但是我们两个基金一个上涨2.19%，另一个上涨5.41%。对此我

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

们还是很满意的。

2008 年金融危机，虽然我一直对市场保持着高度的警觉，但是对这个市场真正扭曲到什么程度还是估计不足，我们认为估值很低的资产，最后全球清盘打压到什么程度我们没有估计到，但是我们有信心我们持有的资产一定会大幅升值。这样到 2009 年、2010 年，我们没有用任何杠杆就取得了很高的回报。从一开始我们就不把自己去跟其他的对冲基金，或者是哪个指数相比。我们只是扪心自问，自己做的事情对不对、该不该做。

你为什么一直以行军打仗来比喻交易?

我小时候就非常喜欢看战争方面的书和电影，特别是《毛泽东选集》中有关战争的论述。1995 年我进入雷曼，记得公司里最好的一个交易员对我说，交易员要像军人一样，要想生存，就必须拿出上战场的勇气和精神来。后来，另外一个优秀的交易员给我留下深刻的印象，他经常打电话骂人，骂得非常专注，但骂人不误交易，边骂边赚。他说在雷曼工作是非常不容易的，生存概率很小，进外汇交易部有 5 个人，他说有 1 个生存下来就不错了，后来果然如此。整个那一届进雷曼交易部的有 30 多个人，只有 2 个人生存下来。他还说，既然你到了最前线，手就必须紧扣扳机，眼睛盯着前方搜索目标，不能有任何杂念，如周末约谁出去玩。当时雷曼的外汇交易部门非常薄弱，交易员必须打一枪换一个地方，更增加了生存的难度。

其实，交易如同打仗，极少有人能未出茅庐而知三分天下，一举封将拜相。更多的是先当一个小兵，立功以后当排长，指挥一个排，然后才能指挥一个连、指挥一个营，同时学习军事理论，最后指挥三军。依次晋阶的过程应是顺其自然的，但途中历经多少坎坷，只有身在其中才能细加体会。

在遭遇挫折时，要有过硬的心理素质，要会败，善败，败而不溃。失地但不失人的心态很重要。华尔街会让新交易员检讨自己的失败，但没有人知道怎么才算善败。华尔街有很多优秀的交易员经历过，知道其中的道理，但是不说出来。我在不断总结和反省中终于明白：事先不要想自己在交易中能赚多少钱，而是要想发生亏损怎么办，仔细考虑自己愿意亏多少，愿意把多少资本投进去，把几个解决方案先想好。只有这样才不会溃，不会乱，才能有信心和能力补充兵员继续战斗，为最后的胜利创造条件。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

如何把握战略、战术？

长线的投资、短线的交易都有。刚到雷曼时，我设计了一些衍生品的交易期限是从几周到一个月，后来作墨西哥货币实时交易时，几分钟几秒钟的交易都作。当时我有两部电话直通两个交易墨西哥货币的场所——芝加哥交易所及银行间交易市场，这时比的就是谁更眼疾手快，看到一边掉了，另一边还没有掉，就赶快把那边抛掉。

从几秒钟的交易、几个月的交易到现在涉及 20~30 年的交易，我都作。长期观点的转变需要过程：90 年代末到 21 世纪初，我做多墨西哥、中国、巴西、美国短端利率、石油，做空阿根廷、美元；而现在则看多阿根廷、中国的能源股和人民币债券、美国股票、石油，做空中国金融地产、巴西、墨西哥、印度、黄金和白银。

这个是我们的观点，就是这十几年之内的改变，它不是一天而成的，也不是我们每个都赚钱，有的赚、有的亏，对的有时未必赚，错的未必亏。当然大的观点这十几年过来慢慢改的，比如说做阿根廷在 2002 年观点发生了改变。中国从绝对做多到有多有空是从 2007 年开始改变。墨西哥从看多到局部看空，这个过程在 2004~2007 年这么慢慢改的。

你对中国投资变成了有多有空？

中国经济长期发展前景仍然很好，但是经济发展与股市升值并不等同。在一个经济未定型的国家，经济发展往往由上市公司以外的经济单元来推动。新兴国家股票上涨时短期内如同火山爆发，但接下来常常几年乃至十几年停滞不前。因为市场机制不健全，投资市场鱼龙混杂，上市公司圈钱不择手段，严重损害投资者利益。中国对三四线城市的房地产泡沫要警惕。由于出生率下降，人口老龄化，以及高端人才与财富集中化，中小城市房地产一旦供过于求，将会长期停滞不前。

你们如何处理短期、长期？

短线交易实际是贴身防守，短线赚大钱是比较难的。有这样的高手，但是绝大部分做短线的，只能是接触性的，并不是完全作短线的冲杀。克人以力极难，克人以智要高明一些，当然克人以德就更难。我们克人以力有一定的功夫，但我们从来没有把短线当成看家的。短线是我们基本的生存技巧。

做长线要有一个“阵地”的想法，就是找到价值好的东西，布好防线。一个防守的策略，赚大钱很难，但是不亏钱并不很难。把防线布好了，把立足点站好了，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

不大亏，做一些短线，赚一点点小钱，以此作为立身之本。

如果阵地布好了还失守，这个时候要有清醒的头脑，重新分析一下局面，往往这个时候机会就更大。很多时候钱是别人放到门口，拣起来就行了。围棋中“善阵者不战”讲的也是这个道理。华尔街绝大部分人都是想克人以力，短线迅速地赚很多钱，不管宰客户还是宰对手，迅速地赚很多钱，没有机会强行制造机会，这种事我们从来不做。

你讲的“大处着眼、小处入手”是否正是上面的长短战略战术的意思?

有些布局本来就是试探性的，本来就是自己不太确定，发现不对就撤。进之前就把自己的退路选好。即使比较有信心的，准备大做的，一开始也都很谨慎。我们知道，我们觉得有机会的，别人多半也试过了。我们必须慢慢摸索，准备打持久战，诱敌深入后再打歼灭战。我们有大的目标，每个大目标当中有多个中期或者是短期目标，每个都是为最大的目标来服务。

较 5 年前见你时，我觉得你现在更严谨也更沉稳了。

从某种程度来讲，现在做的不像以前那么紧了。我刚才强调一开始做的就是克人以力，刚开始时宏观观点也是很粗浅。当时我做空美元的时候，美元一路走强，可上面不允许亏损，所以必须每天非常紧张地作各种各样的交易，反复争抢。投行里有这种压力，前面不管赚多少，这个月亏了，压力又来了。

这么做有它的优点，也有它的缺点。残酷的交易能锻炼人，但很紧张，很辛苦。后来我们自己做的时候，对一些有信心的东西，主要在布局上面想得更多一点。不过于计较每日输赢。碰到不利情况时，我们就退。打仗如果连败会被人讥笑无能，但胜机往往也蕴藏其中。在 2008 年年底，经过大幅撤退后，我们已经看到了 2009 年、2010 年 5~10 倍的回报。胜利的到来只是时间问题。

这就跟当初在投行不一样，当初就是必须死顶着，赚一些钱把撤退的损失补回来，再死顶。

我注意到你笔记本上还记许多东西，这是你的交易盘后笔记吗?

我们有很多模型，但市场是活的，系统当然也必须是活的，需要不断改进。我们自动打印仓位出来，我再手抄一遍，回顾一遍。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

几乎所有的对冲基金都是靠复杂的模型控制风险。我们也有风控模型，但我们并不是抽象地从模型中提取几个风控数据，而是精确地知道每个仓位的建仓过程、现状，以及针对不同市场情况的交易方案。

市场如战场，知己知彼很重要。可大部分人在市场交易时只关注知彼——公司利润，资金流向，等等。然而知彼很难，敌方也会发放假消息，假数据。真正做到知己其实更重要，可使自己立于不败之地。反复自省，做到知己，也不算太难。

你每天都要记好多笔记吗?

每天都是三四页，周末再一起回顾比较。

训练出来的生物直觉

有人认为交易员更多的是天赋?

每个中上资质的人经过训练，都能够很好地从事某一行。比如跑马拉松，大部分人都可以去训练，通过科学训练取得不错的成绩。但并不是每个接受训练的人都能破马拉松的世界纪录的，能破纪录的人都有一定的先天因素。

作交易需要天生的因素，也需要大量的训练。我是经过了大量的训练的。日常交易时，我每天晚上都反复思考白天的交易，反复看模型、看图，这好像杰出的军事专家打仗喜欢看地图，反复看烂了还在看。很多打仗的人都是反复研究地图的，这也是训练。

在衍生品领域，我相信全世界没有几个人在这方面比我更有优势，我在衍生品上的修炼是绝大多数人不可能达到的。职业运动员、职业音乐家都要经历长期大量的机械训练，注入生命和感情，最后才能成为高手。设计程序完美的机器来弹钢琴，绝不可能弹出钢琴大师的乐曲。我在衍生品理论方面也进行了类似的大量训练，一开始，我的理论学得非常深，这并不算独特，因为很多人学理论学得比我还要深。我的独特经历是在斯坦福读书的时候，家里有了小孩，家用不够，只好放下书本出去打工。我帮教授辅导MBA学生、指导MBA课程、出主意、出考卷、改考卷，拿15美元的时薪。从中受益良多，对衍生产品也能胸有成竹。

斯坦福很注重理论联系实际，每次我出一个衍生品试题，都要求学生联系市场实际情况，用衍生品理论来分析问题。每次学生的答案都是五花八门，有的选用

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

IBM的股票、墨西哥货币、钢铁厂等作为案例进行分析。

我必须在规定的时间内批改完所有的试卷，压力非常大，它逼着我去研究衍生品，以便快速批改学生的试卷。经过大量的演算和看图，最终，我练到只看图形就能估计出价格是多少，而这个价格跟实际运算结果相差无几。尽管当时有能把公式倒背如流的人，尽管有能推导模型的研究专家，但是没有几个能达到我的水平。理论在我身上已经成为一种生物直觉。对着试卷上满页纸的运算，我一眼就能看出结果是不是错了，如果错了，错在哪里……这种为生活所迫练就的本领是现在的学生所无法体验的，现在大家喜欢读MBA、读博士，但有几个人愿意去辅导学生、给学生改考卷而只拿 15 美元/时的报酬？学生毕业后大多希望去华尔街赚钱，或是从事高深的理论研究，有几个还愿意踏踏实实在那里改作业？

我在雷曼得到的工作出于一次偶然的机会。在公司，我试用期的两三个月一直在观察墨西哥货币，还帮助一位高级交易员作些研究。有一次客户来问 3 个月日元的衍生品价格，该衍生品很复杂。我既不是做日元的，也不是做日元衍生品的，只观察日元的走势，况且我也没有资格接触公司的衍生品模型。公司交易员和分析师从系统调出模型帮他运算。由于客户问的不是普通的衍生品，所以他们工作的第一步是去打听纽约市场的普通衍生品的价格，代入后运算。在他们还在打听普通衍生品价格的时候，我就说结果在 1.45 左右。

20 多分钟后，他们的结果出来了，答案是 1.38 和 1.48。为什么有两个结果呢？如果客户从公司买货就是 1.48，如果客户卖货给公司就是 1.38。这个场景正好被那位高级交易员看到，他当即拍板要我。

那你的模型框架是怎么样的呢？

我在斯坦福大学教MBA时就做出了自己的衍生品研究模型，我每天都在思考如何改善模型、如何进如何出等问题。在全球性交易中哪个国家需要分配多少资金，某个国家内部哪一个领域哪一家公司哪一点位需要重点配置，一个国家的国债是投资 3 年利率还是 5 年利率等小的方面都有小模型。对这些小模型，我也在具体观察、思考，不断改进。

我的交易系统是如何运作呢？第一，要作出宏观判断。比如 1997 年、1998 年的时候，判断人民币不贬值，相反要升值。现在大家都知道人民币升值，但在那时候能作出这样的判断是非常困难的，当时华尔街的绝大部分分析师都在讨论人民币将

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

如何贬值、贬值幅度有多大、持续时间有多长等问题。我当时作出相反的判断，认为应该是美元贬值而人民币升值。

第二，根据宏观判断进行一定的交易，同时对交易的量值进行控制，以便在做错的时候不至于溃败，可全身而退。这就是我观察上面那个交易员时学到的，他如果像国内很多投资者那样死拼硬打、拼命护盘，早就被巨大的力量压得粉碎了。即使判断错了，如何全身而退，有时要比打胜仗更重要。我在雷曼的时候训练了一批这样的员工，现在他们也很有成就。

第三，在交易中不断改进一些小的数据模型。比如刚才说的投资某国的国债到底是选择 3 年期还是 5 年期的问题，数学是我们这个小组的优势，小组的成员都是理工科博士硕士出身，涉及数学方面的数据模型处理，我们不亚于世界上任何同行。但我们不单纯依靠数学模型，而是把宏观及微观数据、实践结合理论构筑交易系统。

我们这个模型里面用到的数学很简单，说穿了就是两样东西，一个就是利息和复利的计算，小学生都会，第二个就是布莱克—斯科尔斯模型，就是期权的计算，金融专业大学生也都学过，所以我们的模型不值得保密。但只有少数人适合用这些模型，因为这个模型要求使用者有自信，有耐心，愿意从小处着手，不断地自我完善，体会这些模型的内涵，增强自身内力，最终在全球宏观规模上加以应用。

进华尔街的人聪明，有抱负，这本身当然是优点，但还必须有耐心，有恒心，找出适合自己的投资模式。如果拿了别人的东西如获宝典，短期内可能会得利，然而若是自身内力不足与之匹配，长期下来必将损害自己也损害投资者。棋经中有一句话，“持重而廉者多得，轻易而贪者多丧；不争而自保者多胜，务杀而不顾者多败”，这道理在围棋、投资和人生上都用得着。

你的生物直觉和数量模型，是你价值判断的主要依据吗？

衡量价值是我投资的一个重要主题，我每天都要进行多种多样的比较，通过国家与国家间货币的比较、股市的比较、国债的比较以及期货的比较，来发现其中的价值。有时我也进行原油和汽油、原油和天然气的比较，也进行原油和欧元之间的比较。价值是投资最重要的一条线，但还有其他东西不亚于价值的衡量，比如衍生品，它的相对价值也非常重要。价值就在于比较哪一种衍生品估值偏高，哪一种偏低。虽然知道衍生品理论的人不计其数，但是能把理论应用到千变万化的市场上并获利的人很少。我知道衍生品应有的价位，不过有时它会偏离这个价位，偏离的原

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

因有很多，有时是一个短期交易使得价位偏高或者偏低，或是对手想把你拉进某一个圈子，让你上当，也有可能是对手犯错误。这需要交易员首先对价值了然于胸，并时刻扣紧扳机，发现目标后立即扣动扳机。

当所有人站在对立面，站在所有人的对立面

期货和衍生品交易是零和游戏，是不是非常残酷？

长期在货币上投资成功的人几乎没有，索罗斯没赚钱，巴菲特没赚钱，鲁宾没赚钱，老虎基金亏了钱，长期资本管理公司放空日元也亏了。我在雷曼待了10年，2005年我离开雷曼时，当年的同事、主管已所剩无几。我举自己的例子就是说明做货币非常难，能在宏观上做得好的人才非常难找。

在华尔街诸类工作中，交易员的工作最具有争议。一方面，做得好的人收入高，提升快。我在雷曼做交易员的第一年赢利近1 500万美元，虽然我只拿了20多万美元奖金，但换一个会为自己谈判的人可以拿到二三百万美元。真正控制华尔街的，是懂得风险控制的交易员。另一方面，钱多也引发不少人的自我极度膨胀，以致丑闻不断。再者，外人很难体会一个真正的自营交易员工作的残酷性。交易盈亏每天结算，赢利者可以喘口气，输了则可能被当场“处斩”。即使是生存下来，大部分交易员一到40岁已感油尽灯枯，无力为继，而实现千万美元梦想的毕竟是极少数。

1998年当所有人都看空人民币，你看多人民币；2002年，当所有人看多美元时，你却认为美元会贬值，并主要是对新兴市场货币贬值？

经济理论告诉我们，一个国家的购买力越高，货币就应该越强。知道新兴国家的购买力转强的并不是我一个人，很多人都明白这个道理，但他们坚持了一段时间后，老是看不到这些国家货币走强，因此失去信心。而我始终坚信虽然短期内有可能偏离，但一项资产在市场上的交易价格长期应能反映其内在价值。

任何市场都有操纵和欺骗，人们因此会变得盲目和冲动，有时甚至人为操纵，使市场价格和价值出现非常严重的偏离。但我坚信没有人能在所有时间愚弄所有的人，价格总是会回归价值。我坚信人民币一定会升值。因为我亲眼看到中国生产力的提高和购买力的增强，人民币升值只是一个时间问题。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

如果长期投资升值货币，一定会赚到钱吗?

不一定。比如现在再投资人民币就不容易赚钱。什么时候投资人民币能赚钱呢？就是在当初大家认为人民币还要贬值的时候，即黑市在1993年出现1 ： 10和后来公开市场上1 ： 8.8附近的那段时间，都能赚钱。另外，在人民币利率高于美元利率时也能赚钱。比如你买一幢房子，一来房子本身会升值，二来租金收入高于贷款利息则更好。那么，现在投资人民币的机会在哪里呢？人民币被低估，中国的资产被低估，而中国老百姓的收入在增加。此外，中国最宝贵的资源——劳动力也处在黄金时期，从勤劳朴实的低收入劳动力到高层次受过良好教育的人才都是非常丰富的。到中国创业是投资人民币最好的办法。

如何评价当年美国长期资本管理公司的陨落?

还以打仗来说吧，打仗最重要的就是“知彼知己”，要认识到自己的强势和弱势。长期资本管理公司中的很多人都很聪明，但他们也患有盲目自信的毛病，他们没有意识到，他们之所以在所罗门公司成功是因为所罗门还有特殊的东西。这些人很少在第一线做，虽然他们的模型能准确判断价值，但是他们不了解流动性。所罗门的几个合伙人是数学博士，他们利用庞大的数学模型进行对冲。模型做得比别人好是他们最强的地方，也是最致命的地方。他们只用数学模型来交易，之前也没有经受过挫折。出现亏损，他们不是先撤退，然后检查自己败在哪里，反而是加大仓位，和别人直面交锋，小胜利带来了大谬误。

当所有人站在你的对立面，当你要主动站在所有人的对立面的时候，这种情况你如何做到不倒下?

出现这种情况时，你还是要客观分析，有的时候是自己错，有的时候是别人错。我们赚小钱的时候，大部分还是顺着道走。但很多次大的回报只能是从对立面来做，才有可能成功。我们必须看出一个东西的转折点，必须反着圈才有可能。跟着圈子走，那不是我们的特征。我们并不是一直都比别人好，也不是追求时时都比别人好。我们做了自己该做的事情，就心安理得了。

作交易需要有极强的自信心，要相信自己是世界上最强的，能够打败一切对手。我在作墨西哥货币衍生品交易的时候，面对所有对手的群攻，在阿根廷也遇到类似的情况，几乎所有人都站在我的对立面，现在有些时候依然如此。这时我必须要有

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

自信，不然真的会垮掉。与此同时，我也清楚很多人拥有比自己更多的资源、更雄厚的资本，要生存是很难的，必须如临深渊、如履薄冰。我经常反思自己做错了什么，错在哪里，我很清楚自己能做什么，不能做什么。对于自己有信心做的事情，敢于以一当百；对于没有信心做的事情，立即撤退。

最近我重看了索罗斯的《金融炼金术》，觉得你和他有神似之处。你如何评价他？

他是非常成功的投资者，也是令人敬佩的慈善家。他最成功的投资其实是股票，在选股上深刻而独到的见解帮助他在 20 世纪 80 年代至 90 年代的大牛市中获得了巨大的收益。但外界对他有很多误解，认为他在宏观和货币上赚得很多。仔细分析，1992 年之前他就已经有 10 亿美元资产，他财富中的大部分并不是 1992 年利用英镑危机创造的。在外汇交易上，他前期有大赚的时候，但后来又大亏，因而所剩无几。

自己创业做公司后最大的体会是什么？

创业过程也是慢慢学习的过程，还有很多核心的、我们原先老的队员，从雷曼、赛克过来的，大家同心协力，团队力量很关键。我是有更加稳健的感觉，更加有系统，压力更小而回报更高。

原来用高杠杆，我们现在几乎不用杠杆，我们积极作投资，积极作交易，杠杆用得少了，我们自然就不用担心。什么时候心里没底了，那就说明仓位不合适，不管今天亏了、赚了，都要调整。

因为我们员工自己的资产都在这里面，我要对这些员工负责；有的投资者对我们很信任，把相当一部分资产交给我们，我们要承担这个责任。做了该做的事情，做到问心无愧，睡觉就睡得很安稳。有的人说你们的竞争者做得如何如何，我说他们做得好，我们替他们高兴，我们就是做自己该做的事情，即使暂时不赚钱我们也没有什么不满意的。总体来说，团队表现非常好，但我们每一天都在检讨自己什么地方做得不好。我们不跟别人比较，不跟任何人竞争，只是跟我们自己相比、检讨。

你的工作强度很大，作息时间是怎样的？赚这么多钱，太累了会想退休吗？

曾经一度每天只睡 4 个多小时，但现在比较正常了，睡觉有 5~6 小时。锻炼身体也是多样化，打球、散步、太极拳都有。年轻时锻炼举重、踢球，下围棋时钻研手筋。刚作交易时有时会以力强求。打太极拳让我体会到“以弱胜强”、“以柔克刚”、

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

“以退为进”的道理，现在做事情尽量稳健，下棋追求厚实，交易则更加顺其自然。

全球宏观投资每天都有新的挑战，每天早上与家人暂别后，带着期望走进自己公司，而每天事情做完后带着平和离开办公室，走到家门口又转为温馨。想象不出自己会退休。

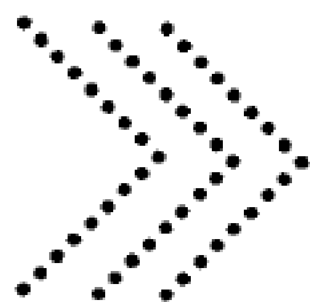
全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

江作良 基本面与共鸣点结合的价值投资

惠正投资管理[广州]

江作良，1966年生于广东茂名。毕业于上海财经大学，获经济学硕士学位。1994年加入广发证券，历任研发中心副总经理，投资自营部副总经理、总经理。后与叶俊英等一道筹备中国第二批、广州第一家基金管理公司——易方达。2001年4月易方达正式成立，江作良先后任投资管理部总经理、公司投资总监、总经理助理、副总经理，并出任第一只封闭式基金科汇基金经理，2002年8月任第一只开放式基金易方达平稳增长基金经理。基金科汇成立于中国股市上轮顶点的2001年4月，但到2002年3月江作良交班给新人时（江仍作为投资总监，准备即将发行的第一只开放式基金），在大盘跌幅达23.87%的情况下，基金净值增长仍为正（0.99%），列同期19只基金第一。当年，基金科汇排所有基金第一；2003年，基金科翔、科汇位列封闭式基金排行榜冠亚军；2004年，基金科汇、科翔又分列第一名和第三名，易方达平稳增长排名列开放式基金第三位。易方达平稳增长，江作良一直管到2007年7月，在同期混合型基金中也是排名第一。2008年6月，为回避他在早期投资、过会即将上市的立立电子可能存在的利益冲突，江作良从他一手筹办的易方达辞职。后来，他成立惠正投资，一直低调进行投资。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



我在2003年在平安资产管理负责基金投资时开始与江作良接触。易方达经过2001年、2002年的行业新军，在行业熊途漫漫时牛气冲天，自然是我们保险系重点关注对象。尤其是，易方达没有任何当时普遍存在的“基金黑幕”的恶习，这是我最为看重的。而作为一般投资者，当时普遍把基金当做具有“资金优势、内幕优势、庄家优势”而能获得暴利来看待呢。

中国第一批基金公司1998年就成立了，但股市的价值投资的主体形成，应是2003年，以QFII开始进入作为一个标志事件。而在之前的2001年，江作良领导的易方达投研，就开始了当时还是小众的价值投资实践。他们没有兴师动众地请海外顾问，没有高薪请海归，没有炫目的理论架构流程模型，就是按着朴素的价值理念，稳健又不缺敏感，注重基本面又兼顾寻找市场共鸣点，从而一开始就奠定了易方达的基本投资理念乃至公司文化，继而奠定了易方达在基金中的领先优势甚至广州在基金业的地位。

易方达2001年成立，到现在10年。易方达对后期也在广州成立的广发基金和金鹰基金影响甚大。目前广州的基金公司掌管5 000亿基金，与京、深、沪四分中国基金业天下，这在当初是不可想象的。因此，有人评价说叶俊英和江作良对广州有重要贡献。叶俊英2011年从总经理升任董事长，江作良则自在江湖。

使江作良在行业声名鹊起的是易方达在2001~2005年总体熊

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

市及平衡市的优异业绩。但实际上业绩背后的投资体系，及一些投资故事，才可能让我们更好地理解和学习江作良。

2003 年，江作良认为经济经过几年的调整，开始走向复苏，他敏锐地捕捉了以扬子石化等为代表的石化、钢铁、汽车、电力、银行等周期敏感性的“五朵金花”的投资机会。这是他“寻找市场共鸣点”投资的一个重要案例。同样，在政府给经济降温的背景下，在 2003 年 11 月，他在长江电力上市时大量买入，是他把价值低估和市场将寻找防御的共鸣点把握的一项例证，从那时起的两年，市场都在寻找防御。

2004 年 7 月，苏宁电器上市，江作良作了深入的研究准备，在上市当天倾力买入。7 年来，公司的净利润增长超过 20 倍，市值成长超过 60 倍。江作良判断目前公司已经步入成熟阶段，对当年中国第一成长股的发掘，江作良最新的看法是，有确定性，也有偶然性。

贵州茅台、张裕、中集集团、招商银行、万科，都是当初在易方达给江作良带来巨大收益的品种。从易方达出来后，被称为创业板开市后第一牛股的吉峰农机，上市三月凌厉走势的那一段时间就有江作良的身影。而另一家两年上涨 10 倍的医疗器械公司（江仍是其股东，所以他不便说出名字），江现在仍有相当的持仓。

在企业价值投资与市场共鸣点把握上的全面性，绝对不是江作良的全部。江作良无论在领导还是在员工心目中的地位都很高。广发的前董事长陈云贤说过，江作良在投资上没有交过学费（没有赔过钱）。叶俊英说，他是一个很单纯的人，正直、宽容、勤奋。尽管易方达内部没有说过，但外人将江作良称为易方达基金的“教父”。

前期我们见了一名刚从易方达转到某基金公司的基金经理，他一说话，我就感觉到了江作良的味道。易方达的研究员，都是从名牌大学毕业，一步一步培养出来，要经历无数的投研例会的答辩。他们住在集体宿舍里，从上班到加班，从公司到宿舍，好像大学研究生生活并没结束，又好像一天到晚都在易方达。公司上下都是这样的说话的口吻。我这样说对现在的易方达可能不公平，但我真的觉得江作良现在还在易方达，或者影响力始终还留在那里，甚至包括说话方式。江作良后期越来越少管行政，但一个人在一个公司的威望，完全取决于他的专业影响力和人格魅力。

在领导、员工心中形象如此完美的江作良，却在 2008 年 6 月，因在易方达成立前自己投资过立立电子，公司过会即将上市，为回避可能存在的利益冲突，辞职了。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

后来，立立电子爆出掏空浙大海纳二次上市的丑闻，被停止上市，江作良成为风口浪尖的争议人物。时隔多年，真实的江作良坐在我对面，回忆这一段，并真实地表示，如果没有这件事，自己当初并没想过离开易方达。

星期天早上的广州珠江新城，整洁而清新，这还是我第一次看到广州现代化的一面。丽思·卡尔顿酒店大堂，少有的清静。我是个懒人，江作良现在又更是个低调不张扬的人，如果不是有杰出投资者项目，我们也不会联系了吧。见面开聊，江作良一句话讲完，就“扑哧扑哧”地咧嘴笑个不停，和着酒店广东民乐的背景音乐，传得不近又不远。我们从上午一直到下午，谈得开心，不想移位子中断，早饭中饭吃的都是难吃的三明治。



>>> 江作良在美国黄石公园留影

>·——·<

主动投资成功是小概率事件

说起江作良，还是要从易方达基金开始。2001 年易方达基金成立的时候市场处在 2 000 多点的高位，到 2006 年我们第一次访谈你的时候，市场也是在 2 000 多点，到现在又过了 5 年时间，市场又回到了 2 000 多点的位置。过去 10 年时间大家

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

都说中国股市“尚福林”。十年一梦，涨幅零。

易方达基金是第二批成立的，那么快发展起来，当时的环境我们可回顾一下。基金黑幕大概是在2000年前后吧，那以前整个市场，不仅是基金，我觉得整个市场的投资，很重要的一个就是坐庄操纵为主。2001年之后易方达为什么在那么短的时间能得到市场的认可，跟我们与一般人不一样有关。我们建立比较规范的投研程序，包括投资联席会议制度、备选库制度等，的确是用比较规范的方法在作投资，就是跟以前的拍脑袋或是集中钱勾结起来炒一个股票不一样。后来2001~2005年，整个市场实际上从2 100点跌穿了1 000点，那个时候我们总体有百分之几十的赢利，所以这样说价值投资这种模式，在中国也是可以成功的吧。

在股市不好的时候，当时整个易方达基金，包括你自己亲自管的产品，整个来说业绩都非常卓著。

为什么迅速被市场认同，跟这个背景有关。当然这个模式也不是我们创造的，也是向国外学的，只是我们用这套方法，实践是可以取得成功，使大家就相信了这套东西。我们当时的背景也是在广发做过自营，对这个中国证券市场我实际上1996年开始做这一块，有一定的理解，有一定的体会。我们原来读书的时候学的专业就是这种相关的东西，对投资有一定的理解，要从企业基本面的角度来推进，所以就实践了一下。这是第一个阶段。

现在是第二个阶段了吗？什么阶段？

当时的那种阶段，我们很容易成功。现在大家都是用这个方法了，我觉得这就会逐步进入第二个阶段，现在基本上大家都是用价值投资方法没有什么怀疑了。但我们要注意有一种新的变化。

基本面研究取得超额收益的方法，最早来讲的成功应该在巴菲特身上印证得比较充分，包括格雷厄姆都是。我们前不久看到巴菲特也讲到一些新的看法，鼓励大家应该买指数基金，而不是买主动投资基金，这是一个很有意思的事。巴菲特之前讲过，他觉得最滑稽的一种理论就是资本市场有效理论，他很反对这个说法，因为金融市场有效理论就是鼓励指数基金投资，如果是这种理论有效的话，主动投资就无效了，所以他一直实践主动投资的理论。但现在他反过来说大家不应该去买主动投资基金。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

他可能大部分是对业余投资者来说的。

这个背景在国内实际上也出现了新的潮流，这种潮流包括我接触基金公司的老总，也在怀疑主动投资的东西。

作为机构来说会不会是规模太大，更难取得，就把指数基金作为一个圈钱工具呢？近年来国内基金公司的确越来越热衷发指数基金。

不是规模大了，而是长期取得超越市场的收益这种难度越来越大，这有可能是一种背景；另一种背景就是说，近年来国内专门的研究机构很多，有很多企业在上市的时候就被大家盯住了，定价一步到位。所以这种情况下就很难再出现一批低估的黑马。在2001年到不久前，大家还不太相信超越市场很难，不认可被动投资，而用价值分析方法就能找到苏宁、张裕，等等。后来的龙头，有很多企业一上来估值就很高了，甚至有些也看错了，像汉王，一上来就被大家看错了。

被动投资理念在中国的真实出现、主动投资取得成功越来越难，但你仍会坚持主动投资吗？

在研究较充分、投资较拥挤的市场，我觉得作为大机构，寻找这种所谓的黑马，也就是未来带来投资收益比较大的投资机会难度增加了很多。我们作投资的，即使相信主动投资，也一定要看到这一点。如果不相信主动投资，那你也只能去买指数。如果说我们坚持相信主动投资，那一定要有原因使你相信主动投资，相信你作主动投资作得好。

那是什么原因使你相信主动投资，你为什么相信主动投资是有机会的？

主动的价值投资，我们现在基本面分析的这种投资方法，它有一个最基本的考量是成长率和市盈率的关系。一定的成长速度对一定的市盈率，这是一种很合理的理论，但是为什么有那么多人作出错误的判断呢，就是因为企业的发展有很多因素。在目前看来你是看不清楚的，所以你作出预判，但只有时间才能验证你对企业发展的这种判断正确与否，这个东西你是没法用一种方法来确定的。所以说这是一个很根本的东西。当时创业板上市，我买了吉峰农机，当时买的时候很显然就是看好这个行业，看好公司未来的发展，以及我们预计它的成长率对应的市盈率并不高。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

你是看好行业及商业模式，但对企业未来的发展是一种预判。

是。我那个时候肯定没有那么多能力对它的团队进行很专业的研究，你对一个企业了解需要几年时间甚至更长。当时我考虑它的确有一个比较大的安全边际，当时上市我买的时候，它的市盈率相比预计增长不是很高。但是后来涨了两倍上去比较高了，我卖了。

我在一直跟踪这个企业发展，现在看来它至少没有达到我们当初的预期，这就显出企业管理的复杂性，因为它的扩张模式跟原来苏宁电器这种模式相比又有新的变化。这就说明在看企业的时候，你对未来这种预测，不是说那么容易看出的，你需要有时间。这就是主动投资的复杂性。

作主动投资怎么样才能取得成功呢，我觉得就是往一个大概率的方向里边去运动，但你是不可能做到完全正确的。而且对价值投资的这种基本面研究方法的应用，要很多年的经验积累，对企业、对行业的判断经验，包括对企业的管理、人，这种经验有可能会使得你在某一段时间感觉是比较准确的。

主动投资很难产生特别的超额收益，是这个意思吧？

不是这样，成功了，它就一定能取得超额收益。但我现在的理解是，你找不到一种通用的方法，用这种方法谁都能够取得成功。我讲这个问题，讲巴菲特的反思，有两个含义：第一是很少人能取得成功，第二是像巴菲特这样的人自己也不是那么容易成功。你看他投比亚迪，他也看到了一个大的方向，但是目前我们看到比亚迪发展的确出现了很多意想不到的事情。

我将你的意思重复一下：只有少数人主动投资才能取得超额收益，即使是他也不是那么容易成功。对吗？

对。像我们作投资，我们会放弃价值投资吗，不会；会放弃主动投资吗，不会，还是以这个方法为主。所以说我们作投资的，能静下来把一些企业稍微看得清楚一点，也仅仅是这样而已。就是通过对企业的研究，真正深入下去对商业模式、对企业管理理解得透一点。当然说这种模式没有一种很好的方法，能取得成功不是那么容易。

因为市场发展到今天本身是比较有效的，新股上市的时候定价一般不低了，而且有逆选择，现在企业很聪明，都喜欢在把业绩做得最好的时候上市，新股上的超额收益少了；老股票，市场的研究者、投资者也很多，这是两个市场的背景。比如

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

说一个很大的基金公司，它拥有很多的研究人员，它确确实实可以由下至上，寻找对市盈率的变量，对企业管理层的变量，可以去进行跟踪，可以很深入，但是它这也是个概率事件，因为有成功也有失败。如果它的资金量又足够大，比如说 100 亿、1 000 亿，很难产生超额收益。另一方面，甚至对专业投资者来说，他没有一个很大的研究团队足以覆盖那么多的成长股，他也是挂一漏万的，比如说回头看过去 5 年时间有 20 个很好的，但真正你覆盖到、研究到的，很难刚好就是其中的几个，那更别说一般的业余投资人了。

自下而上或者自上而下结合，这些都是基本方法，是值得肯定的，但你真正要找到这种企业就是小概率事件。

你刚才讲了主动投资的挑战，但你总体做得不错，偶然性中是否有必然性？

这个很难把握，我看主动投资何时卖，跟你发掘一个股票一样，难度一样大，为什么，就是我们对企业的判断是有偶然性的，只是你不知道。我们看到企业风平浪静，实际上是暗流汹涌。

平安也是比较早的基本面研究的公司，回头看 2005 年保险公司直接入市的时候，跟你们交流也比较多，那个时候我们也买茅台、白药、长电、机场。但就是茅台苏宁，虽然企业一直很平稳，那中间的波动其实也是很吓人，要是业绩本身波动很大的企业像你说的周期性成长股就更加大了，这是很考验人的一件事情。

这同样有偶然性，茅台还好点，因为它这个品牌的壁垒太高了，就是说某些领导人的变化，包括中途出现乔红总经理这个事情，对企业没怎么影响，但是一般的企业如果出现这种情况就歇菜了，这个过程中是会有很多不确定的东西的。像苹果的乔布斯去世了，之后的影响和结果谁知道。这种小概率事件经常会发生。这就是主动投资的难点，市场也有偶然性，管理层也有偶然性，有时候小概率事件就会发生。你说要找到很标准的方法是不可能的，从我来说，一般关键还是看企业所处行业的这种变化，它是处于一个什么样的趋势。当时苏宁电器高位出来，我觉得主要是它对这种市场的覆盖已经比较大了，我自己判断它的未来成长速度可能会下降，它的估值就会下降，你看像苏宁这几年还保持增长，现在市盈率很低了，在 15 倍以内了。它发展得仍非常好，但它的股价涨不动了。我觉得苏宁做得很好，有些企业，比如说像长虹，它在高位以后挂了，苏宁高位之后的基本面还在上涨，只是估值回

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

落。但更多的企业在高位的回落是很狠的，为什么说双重回落，一个估值回落，再一个基本面回落。

如果基本面回落就很惨。苏宁基本面还是保持20%左右。

20%很强劲了，但市盈率下降到15倍了。卖和买一样难，也不可能完全把握正确的。主动投资的复杂性很大，主动投资不是大概率事件，是小概率事件。

作为专业投资者来说，怎样去提高它的概率呢，研究覆盖，经验?

都需要。我觉得经验是很重要的，就是你对行业判断的经验，对企业判断的经验，对产品判断的经验，以及对人的判断的经验都比较重要。

就是远远超过它的报表是吧?

投资从来都需要超越报表，你对它的这种理解也要时间。我为什么看一个企业的执行力很重要，执行力强的企业就能实现它的规划；执行力不强的企业规划还好，最后年底报表的时候，它就找一大串理由来解释，大部分是这样。很少企业能做到企业上的规划。

有名投资家说选成长股就是选赢家。我觉得很早以前的时候你认为苏宁会是赢家。这个真的是要经验，而且也是有概率的啊。

为什么说苏宁是优秀的企业，5年前张总跟我说目标，果然他实现了，2010年没做到50亿，为什么，就是2008年的金融危机给他带来一点冲击而已，你看他2011年50亿，很厉害的。它这个行业面临很多变化了，租金上涨得很快，人工上涨得很快，另外还有渠道挤压，它能克服这些东西。

价值投资没有标准的方法

那你现在在私募做，是如何提升你的价值投资的命中率的?

目前市场上一些人对价值投资的理解，我并不很认同，有些人以为买进业绩好、分红高的股票就是价值投资，这是价值投资的误区。价值投资是一种逻辑，是在分析企业发展趋势的基础上对价值作出一种判断，并据此判断作出选择。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

人的认识的确有局限性。这种企业和机会出现的时候，有时候市场会有一些思维惯性，包括你都可能觉得这个东西不行，这其实是表面感觉，如果你与市场不一致，有时候会提供一些机会。从易方达出来之后，我投一个公司挺成功的，就是2008年出来投资的，涨了10倍。

这完全是基本面研究出来的，医疗器械方面的。我一直很看好这个行业，一直在寻找标的。大逻辑其实大家都知道，中国会进入老龄化时代，对医疗这块的需求一直会提升。但标的我认为不是出在医药上，而是在医疗器械上。医药的价格下降，包括新产品的推出也是给我一种很难捕捉的感觉。没投万通医疗，因为它是一种很大众的东西，这种交易很难实现，要靠这种关系，而且投资不连续，没有实现持续的增长。还有山东的新华医疗，也是这样。我现在还有持仓，就不说具体名字了。而后来那家企业出现，我觉得它刚好符合我的这种理念，它属于基础医疗器械。

它面向的是大众市场。

当时我初步了解它的优势，销售优势比较明显，整合的能力比较强，企业经营的能力也比较强，这符合我的条件。刚上市时我跟其他投资者交流，他们说这是制造业，他们不看好。

你除对公司的产品经营研究之外，对公司高层的交流拜访多吗?

刚开始去过，真正深是越到后面越深。我们过去投资的企业，也很少说一开始就能跟高层很熟悉的，再说他们说的话和经营能力你也要分析。包括我投苏宁也是一样，也不是当时跟张总就特别熟了，也是通过投资的过程逐步认识。所以找牛股为什么比较偶然就是这个原因。

会不会一开始就觉得这个人就是企业家?

不可能，你对他的认识有个过程，对他们的团队了解有个过程，你要观察他很长时间的。企业家是通过长期业绩做出来的，等发现他是企业家，可能已经不适合投资了。再说中国企业家那么多。我刚才讲的这个企业做到了连续5年以上的50%增长，这是比较惊人的，规划它未来还有几年会保持这种速度。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

2011 年保持得也不错，也是 50%。

对于企业，你要有足够长的时间观察它。它进入了我的视线，这的确有一定的偶然性。

偶然性成功找到牛股，怎么能必然赚到钱？你怎么能够拿住？

选出好公司没有教科书式的方法，同样没有方法告诉你如何能够拿住，优秀的成长企业尤其是市盈率不是个好指标，只有跟踪。如刚才那个企业，行业的这种发展趋势还比较好，而且它跟一般的周期类东西和一般的日用品行业不一样，它还是有壁垒的，它的壁垒有两块，一是它有牌照壁垒，二是它有经营壁垒。你看同时做电子血压计，另外一个企业是九安，跟它不在一个档次上，它现在的目标超过欧姆龙了。

好企业好在什么地方呢，就是它的战略规划能实现。你要作出一个好的规划，你要底下的人去执行它，这个都很不容易。我们投的一些企业，有的都已经很大了，还能够做到规模，它的成长的确能跟它的规划相吻合，甚至超出。所以说是非常优秀的企业，这样的企业在成长期内都不能卖。

你投的企业我们当时都投过，但是很多人都早早卖了；或者你投的一些企业，你卖了，而我们有些人觉得还不错。你卖出的原则是什么呢？苏宁电器股票该卖出吗？

苏宁电器股票我 2008 年就卖出了。卖出的原因是觉得它在成长拐点，它成长的高峰可能过去了。但是我觉得苏宁电器确实是很优秀，2005 年，张总跟我说 2010 年他的业绩会做到 50 亿。它的确做到了这种规划、超过了这种规划。它现在还在努力进步，但可能后面这种成长虽然还保持着一定的速度，但是股票市场不一定再往上推动了，1 000 亿再涨一倍到 2 000 亿，很难想象。

企业我觉得好把握一点的就是这种稳定行业的持续成长的企业，周期类行业的成长股的确不是那么好把握。

如三一重工、中联重科？

中联重科我们一上市就买了，就是 2001 年。当时我们看好这个行业的时候没人看好，你知道市场就是工业机械，工程机械当时没概念。当时我们觉得机器代替人工，尤其是重累的人工，一定是大的方向。施工工程机械化，无论从效率、速度和

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

质量各方面来讲都正对这个方向。但坦率地讲我们虽是最早进入这个行业，但在这个股票上赚钱不多，这种东西长期是很好的，但持有期你要作好强周期的准备。

因为这个行业受到经济周期的变化冲击很大。

真的不是那么好把握，比如说碰到2004年、2005年这种下降周期。有时候你抛掉了一个股票后不会轻易买入，周期性的成长股不是那么好把握。对企业的研究，还是要讲经验的，大牛股你真的要把它抓出来，而且要抓住它，我理解运气的成分很大。

你曾经说过，投资经理基于宏观、市场趋势的判断，进而对企业经营的判断会领先于企业。企业对经营环境的反应怎么反而落在你们研究的后面呢？

企业习惯依循过去，投资者必须看到未来。两者关注重点不一样。另外企业制订计划的时候依据是两个，一是对未来的判断，二是过去的情况。它更注重的是过去的情况。就像制订今年的工作计划，参照去年的，今年比去年多一点，一般它的重点都放在原来的基础上。像我们投资者看未来为主，区别在这里。

是不是也跟这个企业的管理水平有关系呢？有些企业可能对行业前沿的判断比较前卫，有些企业可能就是一个行业的跟随者？

这个也有。有些企业跟随大势。现在有些企业对行业的前瞻性把握得不错，这种企业是很少的；有些企业，有时候我们还把它当做反面典型来看待。这就跟炒股票一样，炒股票很少人是先行一步，很多人后行，一样的道理。

所以研究时，企业的报表甚至经营计划只能是参考因素之一。

投资需要相对敏感一点，不管是具备数学直觉还是别的天赋。作好投资需要前瞻性，而前瞻性要求人敏锐，在别人之前就能看清楚事件的趋势。人应该敏锐，提前看到未来一些大的方向性的东西，寻找到市场共鸣点。我自己比较注重这方面能力的培养和实践。前瞻性是对投资人最基本素质的要求，如果他有前瞻性的眼光，他的业绩不会差到哪里去。投资需要两方面的素养：一是基本技能，包括专业背景、对理论的理解和基本研究；二是洞察能力。对成功的投资人来说，这两方面缺一不可。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

对公司数据的研究是第一步，对财务报表、产品和公司的分析是最基本的，如同练武之初的站马步，只有马步站稳了，才能继续练下去，直至能洞察公司的发展趋势。

实际上，很多企业的发展趋势也出乎这些企业的董事长的预料，优秀的投资人要有能力作出更深刻的研判。比如我们2005年年底大量买入工程机械股也基于同样的原因。我当时向一位做工程的朋友建议多备货应对来年的行业复苏，他不相信我的判断。2006年5月，我和一家大钢铁企业的老总聊天，他对自己公司的股票在牛市里老是不涨感到困惑。而根据我的判断，钢铁行业周期就要反转，我告诉他公司的股票会在一年内上涨一到两倍，他觉得不太可信。钢铁行业2007年果然出现反转，当然这并不表明彼此对企业本身理解得深浅，更多的是体现出看问题角度的不同。

对投资者而言，洞察企业未来的发展趋势是很重要的。巴菲特肯定不很欣赏中石油的治理结构，但买入中石油肯定有自己的原因，而当时中石油的董事长未必能看到这一点。

寻找市场的共鸣点

你除了主动价值投资做得很好外，前瞻性地把握住市场的趋势做得也很好，当时你说是抓住市场的共鸣点。你能不能回顾你们当时的这样一个过程，现在又有什么新的发展?

先讲讲我对市场运动的理解。证券市场，它是不断变化的曲线，是综合作用的结果，但这种结果有对有错，有时候高过头，有时候就跌过头，但那个推动它去运动的东西就是共鸣。有时是对某个问题的看法引起的大家的共振，推动了它往正的或者往反的方向运动，一般会搞过头，这是它的一个基本概念。所以说我觉得作投资在理解基本面的前提下，如果你能把握这点也是比较重要的。你要提前找到这种有可能引起共鸣的地方。从更长时间来讲，这个共鸣有可能是错的，但是从赢利的角度来讲，如果提前一步介入你就能赢利，你这个赢利结果就是你赚了别人的钱而已。它不一定是真正财富创造的过程，我觉得真正的财富创造的就是企业成长。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

对，这是两条线。

你要看到大部分参与者就是短线操作，这是第一；第二，这里边参与的专业人士或利益相关者会引导市场往这方面发展，从中渔利。如果是我们想通过这个方法赚钱，你就要前瞻，如果不是前瞻的话，你跟着进去了，一定会赔钱的。一定要提前看到了这种可能性，在市场没有反应前可能会赚钱。当然有共鸣的地方不都是短期的趋势，有时可能时间比较长。比如说对消费的认识和理解，可能它是很长的时间。有些就比较短，比如 2008 年几万亿投资的契机，包括近期对环保概念的追捧，它可能是比较短。包括当时像 iPad、电子书出来，它也可能比较短。我觉得很多人的投资成功，就在于他对未来这种趋势有一种敏感，这相较成长股投资，还是相对容易成功，当然我说是相对而言。

你今天说的三个话题都在挑战传统思维。第一个话题就是说关于积极主动投资难度在增加，巴菲特他也这样认为。第二个就是成长股的投资其实是一种概率。第三个就是你说的共鸣点投资。这个反而较前者易重复吗？市场的这种趋势、市场风格的转换的把握，一般人认为是更不可持续成功，反而是选股容易成功？

我觉得相对成长股投资来讲，它容易掌握一些。举个例子，就是 2011 年年初对高铁的投资。共鸣点投资也需要研究、洞察力，不是看什么起来炒什么，也不是看大盘。

年初这个板块起来了，市场好像就产生了一个很强烈的共鸣点，是吗？结果后来跌了好多。我没参与这个事，为什么呢？我当时认真研究了，实际上高铁的投资去年已经过了高峰期了，已经没增长了，甚至可能下降。而环保我就投了，我投桑德环境，后来涨了。

这里面也是研究支持的。

一样的。共鸣点投资有些你会搞对，有些你会搞错，但是你搞对和搞错同样有对这个概念的理解，你如果理解得比较透你可能会重复赚钱，如果你是一知半解，那就是跟风。你看我投海螺水泥，海螺水泥从 2008 年到今年为止，它的基本面的发展趋势跟我当时的判断是一模一样的。

我投海螺水泥没赚到多少钱，赚了不到一倍。我是 2008 年最低的时候买的。周期类的有可能会出现一种情况，它基本面的出现会跟判断一样，但是市场有些不一样，你看海螺涨了一波，从 2008 年涨了一波之后又掉了，掉了再上涨了，但是 2011 年

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

年初涨得多，后来又掉下来了。

一般认为中国已经过了一个投资高峰期了，资本品很难投资了，类似于钢铁、水泥，当然水泥还有一个原料在内、集中度提高的故事。作为市场共鸣的一个投资标的，周期股也会带来一个暴利，但选好操作好也不易。

有时候这个共鸣点市场不一定出现。你看从2008年到现在券商表现很差，正常券商应该是双弹性的，业绩弹性和估值弹性，为什么那么差，就是共鸣没出现。共鸣也不是说一定会出现，共鸣也需要后续的基本面的一些变化。

共鸣点投资也是一个概率事件，但我认为相对来讲对这种市场共鸣的把握比基本面的把握还是容易，为什么有些人对基本面的研究没有什么功底，他作投资作得也可以。

有些人某一年做得很好，但是后来可能不行了。

有人是有时期把握得很准，偶尔还做对了几次轮动，但是后来又不行了。因为他没有研究的功底，他就不一定能持续。如果一个很优秀的经理作投资，那肯定要有大局观，又能找到市场趋势，也要对企业研究有功底，做到这样就是一流了，有这种能力的人毕竟不多。所以说为什么主动投资有复杂性，不是那么简单的。有时候不明白会被憋死掉的，你看到牛股，却把你憋死掉了。

2003年的时候，你们对周期类“五朵金花”的投资，2004年，你们对长江电力等防御品种的投资，是不是可以看做是基本面和市场共鸣点结合的成果？

是。基本面与共鸣点结合，有时候也是一个不易的问题，但对每年要看业绩的共同基金，特别重要。

基本面和共鸣点结合的价值投资

专业投资者可以分为几种，一是公募基金，二是私募基金，但私募现在大部分也比排名，相当于基金，只不过它的组织形式是私人的，还有一种人不是属于公开管别人的钱，可能是管自己关系比较好的客户的钱，你属于哪一种？

我成立了惠正投资，但都没有特意去发展客户，很少几个。有几个朋友互相了解，都是他们主动找上来。我也不想搞得太累了。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

公募的投资管理方式与你现在会很不一样吗?

那肯定是，公募基金有两个投资方法，一个主动投资，一个被动投资，被动投资作为一种工具，也不错。主动投资，就要作基本研究，你如果没有这种抓牛股、抓共鸣点的能力，你就不具有代表主动研究投资这种能力。这就像一个国家的体育水平，你出不了冠军，总体水平就不能上去，一样的道理。你这个国家如果出不了冠军，怎么代表你的整体水平上升，不可能的。想作主动投资，就要有比较强的研究能力。如果说你不舍得花这个钱，你就没有理由拿那么高的管理费，你提 1.5% 跟那个 0.2%，差别在于，1 点多就是要把钱花给研究员、投研团队。一定要把资源花到这块，要是你提了钱你又不投，那是什么意思?

基金有基准的压力、同行的压力，有时候甚至管理层都会给你压力。基金公司，毕竟投资的是一个流动性的市场，资产配置或者是叫布局或我说的寻找共鸣点的能力非常重要。现在的机构资金管理，反而不是缺少研究分析，而是对共鸣点的把握。胜负有时候就在节点，你一年能提前布局一把就成功了。对于新基金经理，看他的组合、股票都不错，但一直业绩不行，可能就跟这个有关。

共鸣点投资是基于对未来趋势的判断，不是简单跟热点，不是蒙，不是跟风，不是乱猜，最好是前瞻性的原创。比如说大家一下子全部选股去了，就忘记了市场本身有这个节奏的。一下子从一个极端走向另一个极端，机械式的投资是不行的，这对基金公司投研很重要。

你自己现在的方法与在基金公司投资有什么差别吗?

我现在比较轻松一点，压力比较小，没有必要被迫买入一些东西，有些东西的确可以看长远点，可以坚持住自己的一些判断和选择。

我真的不太喜欢赚这种博弈的钱，而是希望分享企业的社会财富创造过程。某段时间涨了，跌了，如果说这个企业没有这个价值，赚不赚都无所谓。所以我更看重的是这个企业是不是有这种价值创造的潜力，如果有这种潜力的话，实际上短期波动对我无所谓，如果它没有这种潜力的话，我觉得我看错了，我真是不应该赚这个钱。所以我现在的投资心态比较轻松。

那现在你是基本面看得比较多。

我主要是看基本面。前者现在更多是一种市场的观察方法，我的确没有把那个

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

作为我赢利的主要手段。实际我自己投资时一定会找到共鸣，但是我自己没有把市场波动作为一个最重要的事情，没有因为市场波动，本来赚了一倍的，后来没有赚很多钱，结果还懊悔，这种心态不是很强烈。

那你目前持股集中度会很高吗？

相对高一点，现在我有的股票投 30%。换手率比较低，持股周期很长。一般有时候会投两三年，甚至是三四年。

如果现在你还是在基金做的话，你会兼顾共鸣点与基本面，但目前来说，提高选股命中率会更重要吧？

那肯定是现在更重要。共鸣点更多的是基金经理自己的长期市场敏感性和行业前瞻性的训练。而基本面，也需要基金经理带领研究员深入把握。基金经理不能指望研究员来推牛股、找共鸣点。

易方达研究员的选拔、培养、使用，都有鲜明的特点，也是业内的一块牌子。你原来从券商出来，为什么要建一个这样的体系？

我真的很少关心他们的生活，工作也是很顺理成章地这样做。在易方达都是公开讨论的，我自己本来就是比较简单，就希望把工作搞好。至于这种体系、方法，我觉得要作基本面研究、作基本面的主动投资，你就只有这种方法，没有其他方法。就是这种氛围。有时候对企业的研究，我们会讨论得深入一点，现在我出来作投资，跟我的研究员交流的问题也是比较深一点，他们肯定慢慢地都掌握这种方法了。

搞得深一点你是不是就能找出牛股呢，也不是。但是训练你对企业看的不是表面，而是看得深入一点。研究搞很多制度体系，不如开放的文化。易方达文化相对简单一点，专业还是比较严谨点。

从挑选研究员的角度，你最看重他什么呢，看重他的行业背景还是什么？

行业背景以前我们比较重视。当时主要是找一些优秀学生，学生比例比较大，主要是因为我们的基本面研究模式比较早，开初卖方研究不行，大家不太相信这套方法。

现在卖方发展很快，但有些的水平还只类似于像这个录音笔一样，把董秘的话

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

记一下。你不要指望研究员给你抓到牛股，这是不太现实的。研究员也有他的局限性，抓大牛股你需要研究员配合，如果说研究员能经常抓大牛股，你出多少钱请他都合算。所以我觉得研究员能不能抓牛股，还是要靠你，就是说你看到什么问题跟他交流，他帮你提供素材，不断地跟踪下去，不断地发掘下去，这样看问题。

我现在认为，研究员有较好的学历背景，这种素质就足够了，只要比较勤奋，人品不要有问题。我的几个研究员，我们一块讨论问题，我感觉他们能给我提供的支持也挺多的。

是不是更重要的是他的思维模式？

思维模式要靠你引导，他不可能天生就是一个很优秀的研究员。所以说你不要指望研究员给你发现大牛股、给你做模拟组合，你很舒服，这怎么可能。要靠你自己，你要看到方向。不断研究，不断地反馈，不断地讨论，这样不断地把企业搞明白。

我在一些基金公司发现不少基金经理就等着研究员过来推荐股票。

这怎么可能呢？我这儿是不可能的。

在易方达为什么研究员成长很快，就是有一个鞭策的过程，有一个双向交流的过程。他本身也需要你跟他交流，才会不断完善他的研究。如果你没有这个过程他没动力的，他写一个报告就搞定了，他没动力往下搞了。所以我觉得不能对研究员有太高的要求，研究员只能给你提供基本的支持。也就是说真正的主导还是你自己，你不能指望基金经理给你提供一个很好的组合，一套进去你就做得很好了，这不现实的。你投资的成功就是需要对整个经济的理解，对行业的理解，对企业的理解这种综合的结合才行，这方面谁能代替你，要看你自己。

那你现在公司人不多，研究覆盖面是不是比较窄一点？

这个只能尽可能往深一点来做，尽可能对企业模式关键的地方理解透一点。另外你什么时候把它纳入视野，这很重要，要看你自己的经验。这是第一步，你如果没有做这一块就根本没有后面的深入。

比如说在过去一年时间，大致有多少只股票会进入你的深度研究的视野？

有十来个。我们的标的是非常谨慎的，但覆盖到的比较多，覆盖到的可能几十

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

个、上百个都会有，最终把它搞深入的有十来个。所以要找牛股不是那么容易。很多因素都具备了，某个因素可能不具备就不行，不是那么容易。

找牛股是一个过程，你对它不断地观察，不断地印证你的判断，不断地强化你的信心，这是一个过程。

市场低迷的原因在于经济增长点缺乏

中国经济奇迹已经过了这么长时间了，整个中国股市过去10年基本上没什么涨幅。越往后走经济的模式可能和以前会很不一样，以政府主导、投资推动的这种经济模式肯定会有一些变化。

中国发展到现在，从宏观的角度来看，过去的动力主要是靠投资出口推动，就维持8%到9%以上的速度，这是不可持续的。房地产这块发展到现在我觉得遇到比较大的麻烦是，政府对它依赖太大。中国的房价那么高，刚去了美国回来，中国的房价比美国高多了，反正是不可持续的。有很多人认为可能会软着陆，但什么是软着陆和硬着陆，的确没有一个权威的定义。

软着陆是慢慢跌。

软着陆的意思至少可以理解为冲击比较平缓，不会很猛烈。但是我感觉不一定乐观，如果说房价跌30%，需求又出来了，这没问题的。但会不会是原来买几套房的人，他反而抛了，就像股票一样，所以这个影响很大，对地方财政的影响也很大。我们至少可以用一种谨慎的态度来对待这个问题，不要指望马上就能扭转这种趋势。长远来看中国的需求还是比较大的，但要把这个问题处理掉，需要一个过程。接下来中国经济增长的模式应该会真正发生比较大的变化，中国的消费在国内生产总值中的占比太低，在美国是70%~80%，中国大概是30%，很少，这是一个趋势。

未来主要的机会也只能在这个领域里边，这是相对持续的，但是你也不能指望给你带来暴利。我现在对投资相关的东西比较关心，包括房地产、建材、银行，这些都比较紧张。银行不确定的东西把握不住，10万亿负债平台不会全部是不良资产，但一年它的赢利就1万亿左右。银行总资产收益率是一点几，多坏账一个点是很吓人的。即使未来它不会发生这样的事情，如果大家一直是这样预期的，是这样共鸣的，它也会涨不动。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

中国股市很有可能比较长的时间维持低点盘整，这是很有可能的。大的环境就是这种经济模式能不能转型成功，这个难度比较大，因为它牵扯到财政体系、分配体系，政府占的资源太多了，它能降低这种资源占有的比例吗？这是一个体制问题。中国改革开放三十多年，财政收入增速很快，这就说明政府掌握了很多资源，政府愿意放弃这种资源掌握吗？它不会放弃的，转换是很困难的。不能抱太乐观的预期。所以投资者只能在大消费里选择一些标的来投，可能速度会降一点，但至少会成长。

未来感觉大的投资机会的确不容易出现，但短期有时候会反弹。2011 年年底可能就出现这种国内生产总值快速下降，通胀也快速下降，这时候流动性放松一点，市场会反弹一把。但你要指望它反转不太可能。当然有些企业股价可能又不断创新高。从 1 600 点到现在，指数是反弹少了，但也有不少股票创新高。如果说我们抓住符合未来方向的东西，还是可以赚钱，但是你要赚很多钱不容易，过程比较痛苦，跌个 30% 下去又上涨。

2004 年宏观调控，那个时候就说中国的钢铁占了全世界多少，中国的铝占了全世界多少，中国水泥占全世界的多少，当时对中国增长模式也存在怀疑。结果后来相反，反而还有一个很强的几年经济增长。现在是不是放到历史更长一点时间，中国仍是处在较高增长期，会不会我们是对社会的发展有点过于悲观呢？

回过头来看，我自己对 2004 年那个周期的判断是正确的。现在很多人拿那个时间来比较，不同的地方在于基本面变了。中国的经济发展当时没有形成突出的矛盾，它当时的矛盾都是很短的，比如说偶尔的通胀，但现在的确是突出矛盾。就是对投资的依赖和政府体制的矛盾显得很突出，这不是小的矛盾。第二就是 2004~2008 年那个发展周期，它是有很多的很强烈的亮点产生。

房地产就是其中之一。

没错，汽车消费、房地产消费，城镇化也是快速发展时期。现在环境是完全不一样了。当时很多东西都很新兴，包括工程机械，苏宁电器这种连锁模式刚起来的，很多新的。过去 5 年形成的大干快上，一下子把 10 年的事情干完，现在就要调整。

房地产对经济周期影响很大。回过头来看，伦敦的房地产有段时间创了新高，最近有点回落；巴黎的房价还在上涨；美国房地产回落；香港创了新低之后又创了

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

新高。房地产的价格普遍是在不断地创出新高。一个例外就是日本，还在低位，中国到底会像哪一个呢，现在我觉得我们都不要轻易下结论，但至少第一要知道不是所有房地产都会创新高，第二是短期的困难是不可能避免的。我觉得对房地产不要判断得那么长，有一点，中国居民的收入在房地产这块支出的比例太大，这是不可持续的。国外一般占 30%。中国占 50%以上，我没看到这个统计数据。我觉得 50%是低估的数据。年轻人达到 70%~80%。

近年股市不好，而且未来也不明朗，供给无限也是原因吗？

市场低迷的原因还是在于经济增长点。供给、PE、通胀都不是低迷的主要原因，实际上包括流动性也不是主要原因，真正的原因就是大家对未来的趋势看不清，比方我们上面说的这些矛盾。

我在 2005 年的时候研究过关于通胀、利率、汇率和股市的关系，从历史上来看，出现过利率、汇率、通胀、股市同时上涨的例子，包括亚洲四小龙当时的崛起，包括美国格林斯潘时代，后来出现了我们 2006~2008 年牛市也一样的。不断地升值，通胀率上升，利润上升，股市猛涨，这就说明，我们目前所理解的一些原因不是绝对的。

发行这一块可能有一些影响，大家都认为PE收益高，传统PE是募集资金去投项目，投项目有成功也有失败。传统的PE跟PE腐败是不同的概念，腐败的收益就是无穷大。不仅是股市，这个社会就存在，比如说领导批一个项目，这成本就是那点墨水，但收益有多高。这种社会现象肯定是不合理因素，没法根除。

主要还是对经济的预期。要在回到 2007 年的市场高位的时候，我们在这里聊天。我们的预期肯定是不相信股市会暴跌，上市公司预期增长都很高，再过两年市盈率又回到十几倍了。主要的是经济，大家找一些借口来说。

你说过持续、长远的价值还是在大消费类，但暴利时代已经结束？

我觉得行业的趋势还是看好的。近期消费安全事件的暴露，最终的结果就是集中，往大企业集中。还有品牌一旦建立起来、市场一旦建立起来，它具有持续性，如果你的基础扎实，你的商品事实上具有一种不可替代性，价值相对比较长远。像国外大的消费企业，可口可乐、麦当劳是比较持续的，中国的未来很多所谓的蓝筹股会出现在这一领域。像双汇虽然出现问题，它毕竟比那些没品牌的形象好，而且

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

也会越来越提高，慢慢地会形成品牌和市场的垄断，从长期来讲它的价值是比较牢固的。包括像与医疗相关的，如医疗器械，我刚才讲从长期看成长空间比较大，家庭护理这块在中国的比例很小。国外在医院有这套东西的话，很多家里都有，有老人的家里都有，这也是个长期的过程。

暴利时代已经结束了，没有趋势性的上涨就很难再有暴利的时代，在一两年之内感觉可能性不大。

大消费中，刚才你说苏宁你卖了，茅台你还看好吗？

最近我对酒比较困惑。你看，酒类目前数据很好，包括茅台现在还在上涨，高端白酒价格还在上涨，销量很好。我困惑在于，我觉得消费有点畸形，因为这个东西怎么会不断涨价。

主要是因为你不喝酒。

不是这个意思，我知道有人喝。朋友他哥是某个局的局长，昨天晚上喝了 6 瓶茅台。我的意思是酒跟中国社会风气有关，有点腐败。我觉得这种消费也是有点畸形的感觉，不能持续。国外首相喝杯咖啡自己掏钱，中国人认拉菲，近年来涨得很多。如路易十三这种酒价格没怎么涨，从 2006 年到现在涨得很少。我觉得这有点畸形，搞不明白，所以我卖了，不投。

另外，我研究过，茅台的提价以后会较小，同时它毛利率很高，接近 100%，就是说你提 10%，利润最多是 10%，它弹性比较小，不能指望它再出现持续高速增长。

大消费长期看好，是否股市已经反映了呢？大消费、成长股过去两年时间，市场在跌，它在涨，甚至产生了很大的泡沫。你看创业板、中小板，最近的回落也非常快。

股票市场出现这么久，真正能成长起来的企业还是少数。成长的估值溢价，使中小盘股和创业板股里边产生巨大的泡沫。大部分企业还是最后做做加减法，没有真正创造价值。今年涨 30%，明年又回个 30%，肯定是有很大泡沫。但是说现在这种高估值产生的背景应该可以理解为一种博弈的预期，产生了这种估值的溢价。作投资有时候就是希望多赚点钱，投大盘股可能希望是小一点。在小盘股里边寻找这种有可能涨一倍甚至几十倍的企业。我觉得这个有博弈的溢价。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

博弈在 2010 年达到了高峰，2011 年开始往回转，那后续呢?

后续我觉得也不会马上消除，这只能说回到这种市场研究的越来越有效之后，一些伪成长的东西会更快被抛弃掉。一些真正的成长的公司还是会有估值的溢价的。1 600 点到现在，中小板和创业板基本上在历史高位，甚至一度创历史新高，跟茅台差不多的位置，券商、地产、银行、钢铁，基本上就是在历史最低的位置。

我觉得这种现象不会很快消除。中国每年有几千亿的钱流出去赌博，买彩票，从理性的角度来讲很显然是荒谬的事。从理论上说波动越大的东西，估值要更低，但怎么指望小盘股的估值比银行股还低，这个回归需要很漫长的过程。现在流动性缺少，大家对中小股票很悲观，但 1 600 点反弹上来的很多就是小市值的股票。它们大多并不是基本面推动的，就是博弈的结果，如果回过来看实际上什么价值都没有。

你估计未来市场反弹多的不会又是周期和小股票吧?

那肯定，跌幅大就会又是这种东西涨得多。（本节访谈进行时间为 2011 年年底。——作者注）

真实的江作良

回顾一下你的成长经历，你是怎么样从“坐庄”券商时代逐步认识到了作基本面价值投资?

我大学学的是财务管理，财务管理基本原理就是讲收益和风险的关系。1994 年就到广发证券，1995 年开始做自营、研究。刚开始都有这个过程。包括也有一些跟着市场，干一把就走。到 2001 年，我们成立易方达基金，我们就思考按规范的方法来。

叶俊英介绍你的时候，说你搞证券市场没交过学费。

这句话最开始是原广发董事长陈云贤博士说的。不是说没交过学费，就是当时很多同事都亏过不少钱，我就是亏小钱，没有导致巨大的风险，主要还是赚钱，年度计算都是赚钱。

回过头来看我从业那么久，至少我没有作过利益输送，这种我是绝对不做的。当时券商自营很多为什么亏大钱，实际上很多是能力的问题，更多还是道德风险的

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

问题：老鼠仓，低位你把筹码倒给自己口袋，拔高了，用公司的钱接走，搞来搞去公司就全买了。广发的基础是很好的，那个时候很多券商外面都有很多窟窿，但广发的确有很多是赢利的，不但没有窟窿，而且还有赢利的，有些赢利没体现出来的，后来慢慢都体现出来了。跟这种文化有关，包括易方达当时给大家的感觉的确比较简单一点，比较单纯一点，可能也有这种因素，没有想自己安排什么庄，赚多少钱。

在基金公司也好，离开基金公司也好，我觉得我问心无愧，的确没有跟别人搞这个。大家比较相信通过自己、通过投资能力也能够赚钱，就不一定需要通过操纵市场。我以前没有过，以后也不会通过操纵市场赚钱。

操纵市场赚钱看起来好像是自己的能力，其实最后还是市场原因，因为最后你要还给市场。我认识的一个人也是这样的，刚开始通过这个方法挣到一笔财富，但在 2001 年的时候到最后全部还给市场了。

易方达期间，我们投资某只有价值的股票多一点，有些不了解内情的人猜测我们可能在坐庄，还去调查，结果自然不了了之。与我们走相同道路的还有广发证券，经历了一轮大熊市后，广发证券的资产质量还非常高，这在内地券商中是不多见的。

我离开团队之后这几年，也思考，也看看书，思考人生，人生很短暂的，你的亲人慢慢都离你而去了，再过几十年我们也不在了，一眨眼就过去了。人生的这个过程，包括对财富怎么看，对荣誉、地位怎么看，有时候也没必要那么贪。自己怎么过心里比较舒坦一点，这个反而比较重要。而不是说在外人看来你是多么成功，这些都是别人怎么看，你自己是否会幸福，这是另一回事。我想这是自己的问题。网络流行一句话，神马都是浮云，也是有道理的。包括对投资，有些东西我觉得我们有必要那么在乎吗？你设一个圈套把别人坑一顿，有必要做这些吗？从宇宙的角度来看地球都很渺小，更别说人了，从宇宙角度来看，从历史的角度来看，像前两天卡扎非被灭掉，他当时也很牛，但从历史上看，他只不过是人类发展史上一个道具，跟把一个蚂蚁踩死没什么不一样，还在菜市场上给大家展览。巴菲特这么伟大，回过头来看，也只是一个成功的案例，也有其偶然性，尤其刚好遇到美国这种复兴、振兴，很多商业模式成功的东西。所以从这个角度上你能讲你有多厉害吗？没必要。所以我讲作投资要用平常心，投资人也要有良心。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

哲学家斯宾诺沙说过一句话，他说石子在空中飞，它忘记了背后有一只投它的手。

作投资很成功，很多也是历史背景造成的。可能正好那个时代对这个企业很热衷，给它的估值很高；如果换到另外一个时代的话就可能不是这样的了。香港很多有价值的企业在70年代的时候就是萝卜白菜价，就是很有能力的人做得也是一塌糊涂。

大家还是要有一种平常心，现在都讲和谐，这也不能光说大道理，还是要回到本质上来，多一些感恩，回归真实，还是挺重要的，现在社会有点浮躁。

用平常心作投资

你注意到了吗，2007年股指顶点过后，基金在市场的份额一直在缩小。

这个我真的还没有详细研究，这就是说怎么看的问题。巴菲特为什么要鼓励大家买指数基金，如果没有超额收益，你还收那么多管理费，如果是这样的话出现萎缩从市场的角度是能理解的。

这两年的确没有赚钱效应，整体行业风格太单一。

我不知道你对最近华尔街抗议的事件怎么看?

奥巴马出来是支持华尔街，巴菲特也支持，但我觉得金融的发展是不是有点太过了，偏离了服务本质。金融在整个社会资源分配中占的比率太重。美国统计说占的比率近一半。金融对整个社会来讲，应该是服务性质，应该是辅助性的。社会的运转还是要靠价值创造来推动，人民生活水平必须靠价值创造来提高才行。

华尔街的确是一个精英文化，它把全球最顶尖的人都集中到这个行业上，从某些程度来讲，像我们玩锄大地一样，你跟同样水平的人玩可能可以打平，如果说某个人特别聪明，你跟他玩，你肯定亏大。华尔街这一批人太聪明了，他们搞了一些规则，都是对他们有利的。你看他们出了那么大的事，奖金都没减少，不单单不用承担社会责任，连奖金都没减少，亏了之后还要补他一大笔钱。

这个跟美国的自由主义精神也有关，美国的法律是很少约束自由契约的，它认为这是市场行为，市场行为就是你情我愿。当然在目前的法律框架上，华尔街的确是有种欺骗玩法。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

金融创新某种程度上来讲其实是属于欺骗行为?

有一定的这种欺骗。促成交易、聪明人骗不聪明的人，往往都是这样。你看当时很多内地的人去香港跟外资行买什么产品，最后连本金赔完了之后还要补钱。

有这种产品吗?

有，后来很多人要去打官司，当时我有个哥们投了3 000万，3 000万赔光之后还要你赔，拿钱去补。这个就是欺骗玩法，就是说它让你知道的是一点点，你没理解这个产品的结构，没理解真正的风险。

这个在2008年之前是很流行的，叫结构性产品，但还要倒赔钱是第一次听说。

包括现在国内投行，IPO为什么价格搞得那么离谱，当然有些的确是企业跟承销商一起都想干这事；有些企业呢，的确也不想算那么高，但是承销商意见很大。

这个东西就是有点典型的，你说它不合法吗？合法，但是从这本质来讲就是有点欺骗。这种投行的欺骗玩法，在全球存在，在中国也同样存在，也包括基金。

金融业的诚信机制，刚开始设计的时候是正确，但是后来因为它有很多压力要赚钱，就变了；一个人本来刚开始做基金经理的目的是为了验证投资理想，后来可能变成很多考核压力，主观和客观上促成投机炒作甚至老鼠仓。

现在有些人虚假上市、包装上市，很多研究员写一份虚假报告，这些都是赤裸裸的欺骗，这是不符合商业道德的，这个已经是比较流行的，已经异化成这种东西，而不是一种实事求是了，我们还谈价值，别人怎么看。

实际上经济的结果没法讲哪个是好的，哪个是坏的，但我觉得这是社会道德问题。整个社会道德沦丧，股市这种欺骗成为流行文化。包括网上有股市论坛，讨论更多的是怎么做圈套，把你圈进去他高位出。

回到基金业和私募业，有何建议？

客户把钱投给基金，或者投给私募基金，他要想清楚三个问题，第一个问题是他如果投给基金，基金整体就是整个市场，应反过来考虑这一个公司、这一只基金有没有足够的能力，取得超额收益。因为在过去有一部分基金主要的超额收益是因为制度性因素，比如新股申购、股权分置，后来整体来说越来越难取得这样的超额收益。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第二就是说这个基金经理他有没有能力，或把握共鸣点能力，做市场波段来赚钱，或抓长期个股来赚钱，或两者兼之。

第三是全国有 1 000 个做私募基金的人，假设他们中大部分都有超额收益能力的话，对投资者来说，其实他们也像基金一样构成了市场。市场会更有效，发现机会的人，下次不一定能再发现另一个机会。

巴菲特这样的人都主张一般投资者以被动投资为主。这说明整个投资的分配，就是应该以这块为主。你像香港地区和国外，私募基金如果做得好，它的费率 3%，提成 20%，钱就跟过去。如果做得不好，马上就没有钱。但是香港公募基金的费率是比较低的，申购费比较高。所以说对主动投资来讲，你就只能相信它是小概率事件，绝对不能认为它是大概率事件。

投资者寻找小概率的基金经理，基金经理长期成功获得超额收益又是小概率事件，赚钱多难啊。

没错，最后只能相信小概率事件。现在整个基金市场结构也会逐步变化，被动投资占的比率有可能会越来越大。私募基金，我们肯定不能相信那么多的故事，每个人都有自己的理念在前面，但是我说最后的结果一定是小概率事件。

基金业只会出现某些公司有比较突出的基金，因为它有一些比较优秀的基金经理，但是不能指望大面积。

你的人生哲学很朴素，当时你在易方达做的投研体系，也没有什么花里胡哨的东西。

我之所以选择价值投资，也是受到人生哲学一些基本观点的影响，我压根儿没有想到去操纵别人和市场，我能想到的是用一种规范的方法作投资，自然走上了价值投资之路。有些很出名的券商很早就注重投资研究，但最后还是衰亡了，很重要的一个原因在于人生哲学的选择，他们相信自己能操纵和影响别人，但结果证明他们并没有这种能力。结果不同，很大程度上取决于对一些朴素真理的选择和坚持。

做人首先要遵守基本的道德，在这方面，我一直很欣赏金庸小说中的郭靖，他心地单纯，压根儿就没想过去操纵和控制别人，始终坚持传统的道德。人生嘛，做好自己分内的事，不要想着去控制别人，平淡一点就可以了。

我出生于广东茂名的农村，初中毕业考进师范类中专学校，并进修大专和本科。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

毕业后，我在茂名的一所学校教数学，两年后，考取了上海财经大学的研究生。在上海财经大学读研时，同学之间谁有台BP机，大家都很羡慕，也想不到自己将来能做基金经理。至于后来能替别人管钱，有很大的机遇因素。

作为行业前辈，你对年轻一些的专业投资者有什么建议？

就是平常心，对投资不要搞得太神秘了，也没有必要有神秘感。有一些成功的经验，但是更多还是失败的教训，包括我们都是这种情况，更多是失败的。所以从这个角度来讲，投资的安全性还是要放在比较重要的位置。不能因为投资影响生活质量，影响心情。我觉得有些东西没必要太刻意，用一种实事求是的态度，不能太短视，或者功利心。

另外，投资者要建立开放的心态，或者是开放的思考方式。人喜欢先入为主，就是你会有一种观念，这种观念可能很早就形成了，但你的这个观念可能错了。有些人这个观念就固化了，但是事实上不是这样的，这就需要开放，你要能接受跟你观念不一样的东西。像当时易方达有些小伙子很出名，大部分都是清华北大毕业的，读书是一流的，但是有时候不容易接受别人的东西。要作好投资这也是一个因素，有些人很固执，有些固执有一定道理，有些天才是很固执的，乔布斯可能就比较固执。有些人没水平又固执，这就不行了；有些人的确有水平，他固执也行。但是像我们很多人就是水平一般，如果又很固执，肯定不行。包括我开始也一样，很固执，现在也变得很开放了，对不同的观点，第一时间有点抵触，有时候需要反过来想想有没有道理。实际上我们的认识都有局限性，能改变你的只有开放。

我经常跟公司基金经理讲，他们很优秀，素质很高，但也因此容易把自己封闭起来。有些投资人起初做得很好，但后来做不好，部分原因也在于此。人的知识、经验和能力都是有限的，所以，成功的投资人一定要在坚持自己的道路的同时开放自己，尽可能做到更大范围的独立研究和判断。因此，除了独立研究之外，必须学习，吸收、借鉴别人的东西。我们刚开始工作时没有重视这方面，吃了不少亏。在易方达，有投研人员遇到过这方面的挫折。现在我们至少从认识上解决了这方面的问题。

对广大非专业投资者来讲，的确不要有暴富心态，要有平常心。不要太相信奇迹这种东西，不要有太多这种不合理的期望，容易被利用。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

你现在状态很好啊，两次约你都在打球。

打个一杆进洞也不会太高兴。抓大牛股表面来看是很有意思的事，但是事实上也不是如此。平时主要看看报告，也在思考人生的问题。现在看着我们这么年轻，实际上人生转瞬即逝。有一些恩怨情仇没有必要那么在乎，从宇宙角度来看根本不值得一提。

投资是很朴素的事情，“人之初，性本善”，我估计大部分人都是有善意的。我们现在也有这种条件来坚持善意，作投资还是要坚持基本的道德品质、基本的理念，用一种科学的态度看待市场。为什么我总告诫自己，不要以为自己如何如何，因为在市场面前，我们都很渺小。做人也是如此。比如有些人活得比另外一些人潇洒，这是因为彼此的人生理念不同。对待同一个问题，换一个角度和视角就完全不一样了，所谓退一步海阔天空，投资不也是一样的道理么；同一个问题换一个角度看看，可能就会大不相同。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

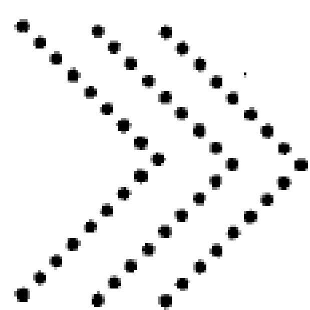
全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

王国斌 寻找幸运又能干的价值企业

东方证券资产管理［上海］

王国斌，现任东方证券股份有限公司副总裁，东方证券资产管理有限公司董事长。1968 年出生于浙江，1986 年考入北京大学化学系，后转入社会学系，本科毕业后在北大管理学院攻读硕士学位。大学毕业后，王国斌起初在当时的龙头券商南方证券和万国证券从事收购兼并及投资银行工作，后来进入财政部直属的中经开信托从事自营投资。1998 年，王国斌进入东方证券。东方证券是业内最早开展规范化资产管理业务的券商，1998 年开始从事资产管理业务，2002 年首批获得证监会规范后的资产管理业务资格，2005 年成为首批开展券商集合理财业务的证券公司，同年 6 月推出后来让东方证券声名鹊起的“东方红”集合资产管理计划，2010 年成立首家券商系资产管理公司。15 年来，王国斌和他的团队长期保持了稳定、卓越的业绩纪录。截至 2011 年年底，该团队共管理 17 只产品，绝大部分为偏股型产品，规模高达近 100 亿。“东方红”系列产品的表现丝毫不让共同基金，已经成为券商资产管理的阳光领军品牌。数据显示，早期成立的东方红 1 号在其仅 2 年的存续期内收益率高达 198%，东方红 2 号成立以来收益率高达 127%，而近期成立的东方红 3 号、4 号收益率也已有 13%和 48%，均超越了绝大多数公募基金同期的投资业绩。王国斌本人也曾获“上海金融十大杰出青年”、“上海十大杰出青年”等社会荣誉。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



我与王国斌相识超过10年，当时的他，年纪轻轻便已经让年轻的东方证券资产管理业务崭露头角，在券商坐庄盛行的"荒唐年代"里脱颖而出。大浪淘沙，当年的行业大佬，有多少还没被市场变迁淘汰？有多少还活跃？有多少人依然相信投资？那些年，我参加券商同行聚会时，便看到王国斌已经集聚了相当的能量。如今，王国斌更成为许多基金公司报告会、论坛的座上嘉宾，有关他的投资思想和投资团队建设的讲话，不时被业内人士整理出来传播阅读。

有同行这样评述王国斌："他是业内入行最早的一批老将之一，而且也是多年来历经券商行业冷暖、转型最早、一直坚守在前线、业绩最好、团队最稳定、行业威望最高的人之一。"在走过将近20年的风雨历程后，每次同行聚会都会平生许多感慨。对于依靠眼光进行投资来为自己和客户创造财富的投资人而言，如何正确地对待财富，如何认识市场生态来规范地获得财富，这两点或许决定了每个投资人不同的财富价值和不同的命运。

1998年，王国斌来到东方证券管理投资业务，这一管就是将近15年。在经历了南方、万国、中经开等那个时代后，王国斌到东方伊始，就探索投资业务模式及理念的转型。他有理想，但不理想化投资；他最优考虑，但次优选择；他重视投资过程甚于投资结果。他持续学习和反思，数十年坚守在同一家公司，成为经

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

历早期券商“荒唐”投资时代后没被淘汰且依然活跃在前线的行业“老将”之一。

王国斌说，这么多年来，他能够一直从事并着迷于证券行业，到底是因为自己的运气和耐性，还是由于专业的原因，连他自己都弄不清楚。在公司里，他提出了“感恩、责任、梦想”的口号，意指对过去深怀感恩，对现在深具责任，对未来拥有梦想！他认为，投资行业是市场经济中最有趣的行业之一。正如投资学教科书所说，在这个领域追求财富和追求真理之间没有矛盾。对于精明的投资者而言，了解投资学中的核心内容，如行为金融学、资本资产定价模型、套利定价理论、有效市场假定、期权定价模型等，不仅对投资实践有十分重要的意义，同时这也是获取智慧、进行科学探索的过程。

王国斌异常勤奋。他一直强调：成功没有捷径，勤奋没有替代品；财富源于专注、勤奋带来好运。他经常说，在投资这个领域，怎么强调勤奋都不为过，全力以赴不一定做得好，不全力以赴必然做不好；只有劳而无获，没有不劳而获。作投资的人，一定要研究你想进入的市场，要对它们产生兴趣。这个行业里，最为重要的事情之一就是对你交易的东西感兴趣，否则，交易就成了一件苦差。关键在于，一方面要对你选择跟进的领域或市场保持激情，但另一方面，千万别让感情的阴云影响了你的判断。王国斌说，热爱是最好的动力，对待工作的坚持和专注会让你的内心变得强大，只有那些发自内心的东西是永远偷不走、丢不掉的。

王国斌总结道，在持续的商业“赛跑”中，保持良好的纪录很重要，投资上是没有近道可抄的。他认为，诚实是最好的策略之一，阴谋诡计只不过说明没有足够的智慧去以诚待人。对投资人来说，如果你左手拿着诚实，右手握着耐心，那么你将受益无穷。诚实是一种由内而外的品德力量，是投资经理避免被骗与贪婪伤害的最好的策略和武器。投资有时候很苦闷，经常会遇到一些黑天鹅事件，譬如日本地震、瘦肉精、高铁事件，这都是中国市场特有的现象。但是，你若不贪婪，生活就不太容易欺骗你，真正诚实的投资者，轻易是不会上当受骗的。“能力能让你到达巅峰，但只有品德才能让你留在那里。”王国斌说道。

耐心和激情，也是王国斌异常重视的品格。没有激情是无法有耐心的，没有耐心，激情也是无本之木。在别人疯狂扩张的时候，他有耐心，保持平常心；在市场萧条的时候别人倒下了，而他则反周期坚持生存赢得胜利。成功投资是件艰难的工作，必须要有千倍的热情去作分析和行动。要有确定的激情、确信的勇气，还要有严格的自律。“投资交易中的自律，怎么强调都不过分，我们都是人，都会偏离自己

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

所知的正确方向。”王国斌说道。

王国斌注重逆向投资策略。他认为，在证券行业中与大多数人反向而动对获得成功有很大帮助，与众不同是最重要的捷径之一。在投资上，创意和想象力也很重要。逆向思维、迅速行动、拥有不受条条框框束缚的思想是应该看重的优势。王国斌提倡以积极心态面对市场变化，要努力去预测行业的未来，从而领先于别人辨别出机会。他认为，我们是在交易一种“未来物品”，而不是“当前物品”。如果一直等待，等到把所有不确定性因素都解决了，那就太晚了。因此，要“眼睛朝前看，脑筋往前转”，比如，新闻、天气、地缘政治事件等在几个月后都会有什么影响？要经常练习自己关注这些事件的思维方式，以积极心态来面对变化，这对投资至关重要。“我们看到很多事情时，可能会感到失望，但不要沮丧，对所有的事情都要抱这种心态去看。”王国斌说道。作投资的人，最重要的就是要建立这种心态。当市场下跌时，很多人看到的是风险，但你要看到机会。“市场充满投机和欺诈”，这是一种视角，另外一种视角是，“市场提供了无限商机”。“市场风险很大”，这是一种视角，换一种心态看，“市场需要耐心”。“我真傻，怎么会做这么愚蠢的事情？”换种心态看，“每个人都会犯错，我们要抓住下次机会”。作投资亏损的人说，“这个市场根本赚不了钱”，换个角度看，“市场是有钱可赚的”。“所有的投资人，都要建立积极的思想。在投资上不要等到事情真的发生了才动手，别忘了优秀投资者通常是在大家对宏观经济的担忧达到顶点时买到了最好的东西，最好的获利机会往往在天灾人祸的时候出现。”王国斌说道：“生命抛来一颗柠檬，你是可以将其转榨为柠檬汁的人。”一点点的态度变化，却能造成大大的改变。他还分享了巴菲特的两句名言，一是：在危机时刻现金加上勇气是无价之宝；二是：真正赚到大钱的投资者，通常是在质的方面作了对的决策。

最近的距离，最迟的相见，这是不是现代社会的一种惯常现象？同一个城市的好友，如果不是有共同的外地朋友来访，总不会想起见面。在受访者中，我与王国斌认识时间最长、距离最近，但因诸事缠身，多次相约，却总不得相见。终于在2012年元旦过后，我们一同坐在了他的办公室里。俯瞰黄浦江和外滩，聊起低迷已久的股市，王国斌却说：“投资者应珍惜不确定的环境，寻找幸运又能干的价值企业。中国股市的天平，这么多年来首次并已经正在向价值投资者倾斜。”

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



>>>王国斌在公司标识前留影

>·——·<

珍惜不确定的环境

业界朋友公认你是国内券商中赢利模式转型最早、业绩最优秀、投资团队最稳定的行业代表人物。"东方红"这个券商资产管理品牌，能够达到优秀共同基金的市场影响力，引领行业，成绩有目共睹。回顾一下过去，你是怎样一步步走过来的?

很多方面都有偶然性，但是偶然性中我觉得可能有一些必然性。偶然性在于这个国家给了你一些机会，必然性是在这个机会下面，你的某种性格，可能就让你往那个方向去走。其实，让我印象最深的是我在学校读书时 1987 年那场股灾。

1987 年时，你是在北大吗?

对，当时有个关于股灾的讲座。那时候北大的学术氛围非常浓厚，每天晚上都有三四个讲座，每到晚上你都不知道该挑哪个讲座听。当时这个关于股灾的讲座给我留下了一些比较深刻的印象，甚至影响到了以后专业的选择，还有以后工作的选择。我对投资的兴趣就是起因于此，或者说它在我心里留下了一个种子。

当时你学的是什么专业?

我当时在学化学，后来转到了社会学。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

你怎么会感兴趣去听一个这样的讲座？那个时候中国股票市场还没开始呢。

当时所有中国的学生、北大的学生都关心国家大事、国际大事。回头来看，我觉得这件事当时留下了一个引子。后来念研究生的时候，心里各方面的想法也在往这方面走，毕业以后选的道路就是这条。

你研究生读的是经济？

国民经济计划与管理。

那后来第一份投资工作呢？

毕业前我在南方实习了近两年，毕业后去了万国工作。在南方的时候，曾经参与了中国最早的收购案——一汽收购金杯，这个收购的所有文件最初都是我做的。那时候中国资本市场刚刚起步，跟现在太不一样了。上周我们内部开会的时候，我讲话的主题就是“拥抱变化，与时俱进”。对我们做资本市场的人来说，时代永远在变，不确定性是你的机会所在，要珍惜这充满不确定性的环境，要积极地去拥抱变化。

那你后来怎么开始作研究投资、做“操盘手”了呢？我记得那个时候一般是一个老总，带着几个或者叫投资经理也好，或者叫交易员也好，操纵炒作。

实际上像我们这样的一批学生，在学校里已经开始尝试着炒股票了。那时海淀体育馆里面有一个京华信托的营业部，我们很多同学经常去那里。做投行对于我来说有一个巨大的影响，我刚进入这个行业时做的几件事情都跟收购有关系，收购的时候特别要考虑它的价值，所以在从事投行的至少第一年、第二年的时候，我觉得中国的股票没有什么可以买的。其实人都是有路径依赖的，做投行对我的影响很大。

现在看到一些老公司没影子了或没声音了，我一点都不觉得奇怪。那些公司怎么可以上市呢？那时候大家要的是上市额度，只要能批一个额度，就可以上市。至于公司好不好，并非特别在乎。那种情况下，你只要做投行，即便法律允许你买，你自己都不敢买自己发行的股票。到现在为止，我们有不少做投行的保荐人如果允许他自己买（自己保荐的股票），估计他也都不敢买。我曾开玩笑说：“资金管理者不允许自己参与投资的规定很可笑。试想你可能去一家连自己的厨师都到别处用餐的饭店就餐吗？你应对不吃自己煮的食物的资金管理人感到不满。” 现在我们的整个行业就是这么奇怪的。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

中经开可是当时的一个“野庄”。你是在中经开信托总部开始专职作投资的?

到中经开信托以后我就专职于从事投资了，它有着那个时代的深深烙印。旧时代的事情，有些还是不一样的，很多事现在看起来既荒唐又很有意义。

总的说，无论在南方、万国，还是在中经开，当时整个行业，从作投资专业的角度讲，都是一个荒唐的时代，但不管怎么样，在中经开我们选择股票还是很认真的。

在中经开的时候我开始真正理解投资。在学校读书时，看彼得·林奇最早中译本《在华尔街的崛起》，我还自以为是地说“真能赚那么多钱，就不会去写书了”，而当时我看华尔街的历史和介绍，纯然当笑料读。很快我就明白自己当年是多么浅薄无知。在这里，我开始如饥似渴地阅读与投资有关的所有译著，彼得·林奇的《战胜华尔街》、欧奈尔的《笑傲股市》节译本、还有《克罗谈投资策略》、《股票作手回忆录》等都给我留下了极深的印象，极大地启发了我，在那以后我还读了一遍又一遍。在实践中，我也悟到了很多和投资相关的要素，我悟到了大众的心理，悟到了股市生态，也悟到了市场有效，更加悟到了法律和合规。我印象中，股市一开始还是非常重视价值投资的。上海、深圳股市从诞生第一天起大家就是按价值投资的观念进行的，那时候大家买股票都冲着业绩去的，不管是琼民源、蓝田、银广夏，炒的都是业绩，只不过那时没什么公司有经得起检验的业绩而已，哪个公司想被人炒自己的股票，一定会去包装业绩的。不像现在，概念、主题、自上而下、时机选择、量化投资、趋势投资等名目繁多，价值投资反而只放在嘴上了。

在这个过程中我的另一个收获是对投资企业有了实实在在的体悟和认识，没有企业是能够一天就变好变强的。罗马不是一天建成的，一个企业要变好变强一定要有一段时间，充满了很多不确定性，投资人要有前瞻的眼光和耐心。时间是你的盟友，作为投资者，你首先需要决定你是做长线还是短线。在股市里，要留出足够的时间让自己去建仓，等待公司成长；也要留出足够的时间，让人心发生变化，让行情去发展。

同时，任何事情都不会自动发生，必须要有人推动才会发生。信息透明在资本市场比什么都重要，没有信息透明，市场就易被操纵，再专业的投资者也会上当受骗。不管怎样演变，这个行业内仍然存在着很强大的关系网，局外人很少能存活很久，这是非有效性的原因之一。有能力建立关系网，迄今为止仍然是建立投资优势的要素之一。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

那你离开中经开是什么时候，是 1998 年吗？

是 1998 年。当时我意识到这个信托在财政部里肯定要结束掉，财政部不可能还继续办公司，这就是背景。另外我们过去的一些同事刚好在筹备东方证券，我就过来了，负责自营投资。

东方证券是 1998 年才成立的？

是的，3 月 18 日成立的。我是 8 月 18 日来的，我进东方证券的那个日子听起来很吉利。转眼间快 15 年了，我来的时候，东方证券深圳的席位还没来得及开通，深圳席位的快速开通是因为公司自营的需要。

1998 年的时候已经很晚了啊。

对，那时候上海人大多不做深圳股票。

应该说，你是在中国资本市场初期的这种荒唐时代，慢慢历练出来的。那么，在过去 15 年时间中，在东方证券，你又是怎么样摸索和实践自己的投资策略的？

我认为东方证券应该是整个市场里面最早作组合投资的机构之一，实际上在中经开我已进行了很好的尝试。东方证券从一开始成立的时候，领导就特别注重合规，所以我管自营的时候从一开始就是只有一个公司的账户，开始时认购新股都达不到大数法则的要求，很晚以后才允许按注册资金多开账户去认购新股。钱也比以前少得可怜，只给了我两个亿。这种情况下我的投资转型，不论是主观主动还是客观被动，都必须选择走组合投资的道路。当时整个业内的潜规则非常多，龙虎板盛行，给选择股票和公司提供了很好的信息。我们信奉彼得 · 林奇的翻石头理论，要找到好标的，就得不断地翻石头，那时候我几乎在到处出差。

2001~2005 年是股市崩盘到低迷盘整的年代，那个时候整个券商行业都出了问题，那你们是如何做资产管理的呢？

真正严格规范的资产管理就是 2005 年证券公司可以做集合资产管理业务的时候。之前东方主要都是以自营为主，那时候在东方，自营、资管分得很清楚的，早先我是管自营的，到后来才到资管。这个时期我们特别重视自下而上选股，特别注重草根调研，重视企业的投资价值，也开始注重扩大投资视野，开始多样化投资风

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

格的尝试。这个阶段是我们投资风格逐渐丰满的时期。

2005 年证监会开始规范证券行业，券商开始搞集合理财，业内称“阳光资产管理业务”。东方资管是第一批获得证监会牌照的，当年我们就推出了东方红 1 号，我们非常积极地拥抱了“股改”，那时上证指数 1 000 点的那个市场底部我们作了很积极的部署。

2005~2010 年，你们以优良的业绩和规范的运作，成为能与基金平起平坐的券商资产管理行业内的品牌了。2010 年，你们进一步成立了东方证券资产管理公司，成为券商系第一家资产管理公司。这是基于什么样的背景、什么样的想法？

我们想成立资产管理公司，当时主要出于三个想法，一个想法就是能够寻找一个合理的方式建立一个独立的品牌。因为证券公司既有买方业务，又有卖方业务，想建立一个品牌不太容易。当时我们成立资产管理公司的时候，我觉得我们可以做出一个独立的买方业务的品牌。另外一个想法是，想探索解决这个行业中的投研人员的激励办法。投资管理中碰到的最大问题，不管是在美国还是在我国，不管是管理者自身还是投资标的，最终最核心问题一定是激励问题。我认为美国金融危机的发生是由于激励有余而约束不足，过度投机，造成了泡沫；我们问题则是出在股东——代理人的另一极端，这一极端则是激励不足，干劲不够，创新匮乏。所以，我希望新公司能够有机制很好地解决这个问题。第三，我当时受金融危机的启发，看到了长期以后更大的危机，既然生于斯、长于斯，那就要未雨绸缪，没有远虑，必有近忧。激励过头会造成泡沫，但激励不够更加危险。任何经济制度的活动都必然建立在一个简单的原则上：适当足够的激励作用，我们无法回避激励的重要性，它是人类本性的一部分。经济活动得以运行就是由于参与者可以在激励改变时改变他们的行为。如果约束机制和激励机制之间没有建立实质性的变动关联，那就容易造成道德风险的积累；即便过度限制也会使低效、浪费、贪污等不断发生。我们经济体制的激励不够，虽然目前看似没有造成系统性风险，但违规违法、不负责任行为造成的各种损失比起泡沫带来的危害有过之而无不及。我们银行系统连续两次超万亿的不良资产的坏账剥离就是典型的案例，更不要说很多豆腐渣工程，等等。从这一层面看，系统性风险正在不断累积，而且持续下去必然会出现不可收拾的局面，在金融领域将首当其冲。总之，由于人性自身存在的缺陷，人自己创造出的任何制度和组织必然会有缺陷，这种缺陷是风险的内在滋生源。风险就像地底下的能

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

量一样，聚集到一定程度就会地震。迄今为止，世界上还没有一个不曾破产过的金融市场的样板，强大如美国都破产过好几次了。我们希望经过长期的努力，在危机出现那一天，而且那一天必然会出现，我们能够有所作为，不再像上一辈那样茫然无助。

这是一个有益的探索。

还要继续探索。其实现在对于独立的资产管理公司，从监管上来说，我们还没有达到像美国那样“只要法律没有禁止就都可以做”的地步，我们都是要在监管部门核准的情况下才能做；比起私募来，它们可以有更好的业务选择和激励。我心目中的资产管理应该是全方位的，什么都可以做。我本来希望把资产管理公司打造成一个资产管理的大平台，我认为一个真正的天才是不会长期屈身于一个不是自己的机构的，为了留住他，最好的方式就是给他提供平台。作为平台，甚至很多私募基金都可以在我们这个平台上进行运作，我提供品牌、研究、销售渠道、风险控制、交易能力等服务。我当初出于这个考虑才成立了这个资产管理公司，可惜我们在远离我的初衷。

从现在来看，除了你们，其他券商也把资产管理做成一个重要的业务支柱，开展阳光资产管理。现在你们的竞争对手有基金，还有私募，从为客户提供价值的角度来看的话，你怎么样建立自己的优势、自己的特色呢？

我有一个原则，没有竞争优势是不做的。要始终牢记，一旦参与，你就处在竞争中，你需要去寻找优势，你需要在能力圈内行事，千万要避免“纸上谈兵”。比如说，我们是业内最早拿到QDII（合格境内机构投资者，专门投资境外的股票）资格的证券公司之一，但到现在我们也没有推出QDII。原因很简单，一是在刚拿QDII资格的时候我们确实没有竞争优势；第二，目前情况下有各种各样的限制原因，我要建立这个竞争优势不太容易。比如说像我这样的管理人员，由于监管的原因，出国去走走看看并不方便，我们不能坐在家里做QDII，这对我们来说是很恐怖的。不是我们没有资源建立竞争优势，我有能力，但是很多条件不具备。所以这种情况下所有公司都做了QDII，我们到现在还没做。

你说过在竞争优势范围内做事。

对，这是我的一个原则，我很坚持。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

你们目前资产管理公司规模有多大？

刚好 100 亿，全是股票型，这两年做起来的；真的很不容易，我们的员工很努力。

投资的全部内容就是概率

这么多年下来，你怎么理解投资本身？

从某种意义上说，我们这个行业是以结果论英雄的行业，但是，短期来说好的结果不一定是正确的决策过程造成的。所以我们在培养投资能力时，更应该关心的是决策过程。股市里面很有意思的一件事就是，好的、正确的决策，不一定带来好的、正确的结果；而坏的、错误的决策，不一定带来坏的、错误的结果。这就会造成一个假象，你只要有一个好的结果，就会不自觉地认为你的决策是对的，就会很得意，很自负，会强化这个坏的决策方式。而如果是一个坏的、错误的决策，造成一个好的结果，你内在的那种得意、自负，就会埋下毁灭你的种子。所以，在决策过程中一定要认真地去分析，你的决策过程是不是正确的，不能因为结果是对的，就认为决策是对的。实际上，人每天要作成千上万种决策，每天都不自觉地接受大数法则的安排。所以，结果一定是，正确的决策大范围（大概率）会带来好的结果。在进行多次投资决策的基础上，那种建立在谨慎分析、训练有素基础上的投资决策，就不是在局外人看来的那种赌博，而是建立在事物常规变化基础上的投资。投资，讲的是大数法则。

从决策到结果的过程中是有很多不确定性的。

是的。整个资本市场的核心因素是不确定性。投资的本质源于未来的不确定性。

如何应对不确定性呢？

与不确定性对应，我们中国投资者中很缺乏的一个基础因素是概率的观念，数字的观念，不管是在日常生活中还是在投资过程中。中国人明知赌场的赔率是不利于赌客的，但中国的好赌之人蜂拥进入世界各地的赌场，投资很多时候是零和游戏，但很少有人去考虑胜算。

比如，我们作投资的非常讲究对一致预期的看法。如果一笔投资中机构投资者很多，如果真的超过一致预期，它的涨幅也是非常有限的。即便有 70% 的概率会超

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

预期，超预期的涨幅可能也就 20%；而达不到一致预期的概率可能是 30%，但是下跌可能是 50%，所以你的期望值算出来是负的。如何作决策就很清楚了。反之，机构投资者少，超预期的涨幅就会高，最终的期望值是不一样的。我想，这也是逆向投资有效的逻辑基础之一。逆向投资的另一个逻辑基础是资本市场价格决定的“吉芬现象”。这些都是我们的心理认识陷阱。

认知心理学家和决策理论家认为我们有两个决策系统。最直接、最迅速的决策系统是基于第一印象，是人类进化过程中逐渐适应环境而产生的能力，也就是直觉。人类除了可以使用直觉思维以外，还可以使用另一种信息处理模式，它包括以特定规则为基础的决策和非社交决策，这两者都需要抽象思考。这种思考会消耗时间，涉及有意识的推理，不能立即回答出正确的答案，这个分析决策系统也许比直觉晚出现，是人类进化的适应机制。要解读统计信息或概率，了解一些法律条款，或者计算利率，都需要这种抽象的思维推理。当直觉系统运行的环境已经不再是产生直觉系统的环境时，该系统就不再有效了，金融领域就是其中的一种情况。动荡难测的股票市场极易吸引人们用直觉作判断。那些只跟着直觉走的投资者最容易大难临头。当直觉和金融决策相互交织时，极容易出现思维误判，得出非常离谱的答案。直觉和抽象未必冲突，但直觉和抽象必须各得其所才行。这两种决策系统既可以同时起作用，也可以独立起作用，关键在于决策的内容是什么。丹尼尔 · 卡纳曼说过：“我们必须学会接受这样一个事实——要衡量长短，就必须有一把尺子。” 投资决策必须要有量的考虑，避免直觉带来的偏见。

这个结果很有意思。

所以一致预期是非常有意思的，你脑子中要有决策树，你要去算算，整个投资决策中预期的期望值都要在你的脑子里。为什么 ST 股你可以买，它即便重组成功的概率是 20%，但它的涨幅可能是 5 倍，而它重组不成功的概率是 80%，却只会下跌 10%，所以期望值是很大的。除非重组的概率下降到 0，否则，乱炒 ST 的现象一时半会儿不会消失。虽然上面的概率我是拍脑袋说的，但我想表达的是这个决策的过程不是随便拍脑袋的，不是赌。比如巴菲特，他为什么要挑那些傻瓜都能经营的公司，因为他脑子里牢牢有这种概率的思想。未来是不确定的，没有谁能猜测出明天会发生什么。傻子都能经营的公司，成功的概率就大。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

就是说在脑海里面牢牢记住这样一个基本的思想。

这个就是我们在不断的悟的过程中，逐渐建立起的一些思想框架。我们不主张在单个股票上投资太过集中，很多个股的投资比例远低于法规的限制。这么做，一方面是避免小概率事件发生，另一方面是为了让团队不受外界可能的舆论炒作干扰。这就是我所说的最优考虑，次优选择，我们更重视那些胜算更大的投资模式。不仅这一个，我们还逐步建立起很多这样的思想框架。

你甚至说过投资的全部内容就是概率?

如果能作到准确的预测，我们这个行业就没存在的理由了。查理 · 芒格讲过，所谓投资这种艺术，就是比别人更好地对未来作出预测。怎样才能比别人作出更好的预测呢？最好的方法就是把你的种种尝试都限制在自己能力许可的领域中。如果你花尽力气想要预测未来每一件事，那你尝试去做的未免太多，你将会因为缺乏限制度而走向失败——世界上存在着无数的可能。如果不能有先见之明或预料意外事物的本领，我们就会发现，自己被某人或者某种杂乱无章、难以明白的事物控制。投资的基本规律就是未来的高度不确定性。投资的本质在某种程度上就是一种概率游戏。每一天，投资者都需要把投资机会转化为概率。

股票投资是一个概率游戏，明智的人不应该把钱压在小概率的事件上。

正因为这是个概率游戏，任何对未来的预测都是困难的，都可能犯错误，所以错误是我们工作的一部分，我们不能输了一副牌，其他牌就不打了，不认真了。正如索罗斯所说："我有认错的勇气，发现错误马上改正。我的成功不是来自猜测正确，而是来自承认错误。" 如果像马克 · 吐温的猫那样，在被热炉子烫伤以后，就再也不愿意坐到任何一种炉子上，不管是热的还是冷的，那你最好早点离开这个行业。

东方资产管理是业内最早采取这种组合方法进行投资来化解非系统性风险的，同时你们作为券商，是否会考虑将自上而下和自下而上辩证统一起来?

我们会从自上而下和自下而上两者来结合看问题的。从自下而上来说，不管组合里面有多少个品种，每个品种都必须一个个挑出来。而从自上而下来说，很多人会把它作为时机选择的一种方式，但是我们更多把自上而下看成是行业个股筛选的方式，这两者是没有矛盾的。我们挑选幸运和能干的企业，幸运就要自上而下地寻找。所以，自上而下跟自下而上在我们这里都是一种筛选的方式，而都不是从时机

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

选择方面来考虑，这是我们的一个特点。主流上来说我们还是以自下而上为主，我觉得这仅仅是筛选的问题。

券商自营一般有一个年度任务，希望今年能够赚多少钱。所以大部分券商背景的人从最开始的时候已经养成自上而下的习惯，你们的主流却是自下而上，这和你们对不确定性的理解有关吗？

也许有关系，我常说很多事情短期是不确定的，但拉长时间看是确定的，这是我们公司自营能够长期获胜的一个原因，我们公司上下都有良好的心态，鼓励大家长期看问题。

我曾经在一次讲演中提到，从IPO开始，我们就有一个简化的公式：P=PE*E。PE是预期市盈率，E是预期的每股赢利。这个公式既可以告诉我们每只个股的价格，也可以是整个市场的价格，即指数。从历史和现实中我们可以得到的经验和结论是：市场表现和宏观经济很多时候并不同步。PE是由E、信心、流动性、大小非减持等因素所形成的函数，而经济周期是决定公司收益大小的一个主要因素，所以很多人无比重视宏观因素，因为若能正确预测经济周期转折点，无论自上而下或是自下而上的收益都是巨大的。但要作到正确预测非常困难，虽然可以获得的经济数据越来越多，但这么多年来对经济周期的预测的准确性并没有多大的提高。提前作出准确的经济预测，具备这种本事的经济学家没有几个。我们有那么多人在费尽心机进行经济预测，并不是因为预测很成功，恰恰相反，是因为大家都预测不成功。

现在的机构投资者这么深刻地来强调自上而下的时机选择，是因为公募基金相对排名的制度安排，或者市场竞争结果造成的。大家互相关心的是相对的表现，一个星期、一个月的相对表现，所以这里面时机选择跟自上而下就成为一个非常重要的因素。他们考虑问题最理想的方式一定是这样的，先找一群宏观经济学家对未来的经济走势作一个判断，判断完以后就知道哪些行业是能增长的，哪些行业是不能增长的，行业配置马上就出来了，再接下来作个股筛选，这样宏观、行业、个股一条线下来。

这是一种很标准化的理想模式，你觉得这种模式有效吗？

问题在于你有没有能力在宏观经济形势判断上有50%以上正确的概率。即便我们现在假设是70%的准确概率，这已很杰出了。同样，顶级的投资家在行业选择、

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

个股选择各能作70%的准确预测，那整个下来概率就是70%乘以70%再乘70%。所以实践上可行性是不高的。所以在投资实践上，你要做的是你能做的事，而不是去做你认为重要却没能力做的事。当然，我从不反对每个人进一步去扩大自己的能力范围，发展更多的工具去提高自上而下和宏观判断的能力。我从来不反对你要作时机选择，作宏观自上而下的判断，我经常问的一句话是你做对的概率有多大，你有没有能力做，你有能力做我们就鼓励，你没能力做我们就放弃。对于整个市场状况来说，机构行为因为过多地使用了时机选择，只会助长助跌，而不是稳定市场，所有的价值投资者机会就来源于这里。

资本市场转向买方时代

回头来看，你经历了券商主导的时代，也经历了基金主导的时代，现在正在经历基金、规范化的券商和私募，甚至大股东共同主导的股市，你如何理解当前的资本市场，你碰到过哪些挑战？你们为什么取得这么好的业绩？

我们始终都在探索建立一个拥抱不确定未来的团队，我们都是一群热爱投资的人。我不在意我们当期表现有多好，而在意我们能在这个行业待多久。在我们这个领域，如果一个人有耐心在一线作投资10年、20年，甚至更久的时间，那他必将是市场上最有声望的投资家。我们从1998年起就这么想，我们希望能够在这个行业长期做下去。

在资本市场长期投资生存其实是一件非常难的事情，我经常对员工说，我现在感觉这个行业挺好，因为每天有变化，有期待，你不知道明天会发生什么事。但是这个行业有两个毛病，每天过得太快，大部分时间在看资料，看完资料就交易了，交易完一转眼五六小时就没了。一年一转眼就过去了。第二个不好的地方，真正让你舒心的日子不会太多，因为从投资角度来说，每个成功的投资都会伴随折磨的过程。因此，价值投资者才能让自己心里踏实多一些。

中国股市只有20年，而西方国家有200年的历史。中国正处在一种转轨时期，股市也是从一个高估值到一个市场合理估值的过程，会面临着很多的挑战。因为经济周期波动很大，市场本身估值波动也更大。这种情况下，比如说一个成长股，之前的情况是三四十倍市盈率，突然之间变成15倍的市盈率或者更低了，那这种情况

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

下你们怎么办呢？在碰到这个挑战的过程中间你怎么样建立、完善并坚持你的价值投资体系？

我觉得中国股市从2007年"股改"完成以后，进入了一个很大的分水岭。从2010年开始，我经常说整个资本市场已经从卖方时代转向买方时代了。因为"股改"没有完成以前，股票是供不应求的，大家可以博弈取胜，可以有很多荒唐的做法，被套住了也没问题。因为股票供不应求，只要有耐心，总是有人来当解放军。

但从2007年开始，股票供给出现了转变。在某个意义上说，股票已经变成了开放式的供给，就是卖方市场逐步向买方市场转化。这个过程必然会导致估值重构，很多投资者对此仅仅是一闪念而过，把它忘了，2011年的痛苦源于此。进入买方时代的时候，我们整体的估值，还是处于一个卖方时代的估值，是供不应求状态的估值。这样的估值必然要重构，这个"温水煮青蛙"的过程正深刻地影响着现在，并且这个过程还会继续下去。目前大部分人还只在心里担心，并且都只是一闪而过。最受伤害的将是我们的个人投资者，他们在后知后觉中会有大面积的价值损毁过程。

大家都心存侥幸，策略上准备得没那么快。

监管机构、交易所、证券公司、上市公司、基金公司、保险公司、社保基金、财经媒体、财经公关、个人投资者等构成了资本市场生态圈。在这样一个生态链中，二级市场是整个生态链上最脆弱的一环，如果一只证券的生命周期像一根火柴，那么IPO是刚刚点燃，后面是不断在传递的，二级市场的投资者，接到的是已经快要烧到头的那一段，很可能就会烧到你的手。

烧到的是手，接过来的是灰烬。

所以要很清楚地认识你是处于一个什么样的位置，要知道在如此危险的境地中应怎样保护自己。

从2007年开始的第二个演变的过程也很可怕。以前中国企业的竞争里面有一个要素，企业只要有钱，生存就没问题。由于获得资本并不容易，资金是你的竞争优势之一，是你的壁垒。但2007年出现了一个巨大的变化，就是中小板和创业板上市。巨大的财富效应，加上近30年的改革开放积累的社会财富，使得风投大规模出现，只要一个经营模式，有30%以上的毛利，7%~8%的净利，就一定有PE或者是风投来投资。如果没有核心竞争力，企业非常容易出现产能供过于求。所以，2007

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

年以后很多中小板的企业的生命周期非常短，收入在增长，但毛利不断下降，最后“大非”只有出逃一条路。我曾经开玩笑说，如有100家上市公司没人愿意当大股东时，我们的估值重构将会告一段落。

大部分上市的企业是一代不如一代了。

所以，在这些因素作用下整个资本市场转入一个买方时代，很多企业有可能就一蹶不振了，加上证监会对重组的很好规范，我们整个股市可能要真正回到一个价值投资的时代，股市会“香港化”，有很多股票会变成仙股。

在卖方时代，上市公司在与投资者博弈时，上市公司的地位压过投资者，但是当这个市场变为买方市场时，所有的上市公司确实需要去正视投资者。我觉得这是整个资本市场一个巨大的变化。

这个过程会很缓慢地进行，但这个趋势一定是不变的。资本市场交易的是金融产品，其内在价值的不确定性、越来越多复杂金融产品出现、金融资产的高速换手，这三个问题促使金融领域成为外行冒充内行、欺诈盛行的肥沃土壤。如今，在互联网的强大作用力下，博客、在线网站、个人大户、交易经纪人、媒体帮助我们这个行业高速成长，但同时也造就了轻率的、充斥着不实信息的投资文化。我们正在高速进入“去专业化”的时代。这一现象使得看到资本市场买方时代到来的人并不少，但真正拥抱变化和实施转变的人却不多。

是啊，尤其是刚过去的2010年、2011年两年，绝大多数人都看到了或感觉到了买方时代的到来，但最后都越陷越深，整个基金行业也损失惨重。

大众太过热衷于短期的操作，70年前凯恩斯在他的《就业、利息和货币通论》中就已经极富洞察力和预见性地作出了精辟的分析。他说：“在今天，根据真正的长期预期而进行投资已经困难到很难成为现实的程度，那些企图这样做的人，肯定要比那些试图以超过群众的精确程度来猜测群众行为的人，花费远为更多的精力并且会冒更大的风险。在智力相同的情况下，前者可能要犯较多的灾难性的错误。其次，生命的期间是不够长的——人类的本性需要快速的成果；在快速赚钱方面，存在着特殊的热情。所以不去预测一项投资长期的收益，而仅仅对几个月后根据社会成规用以决定股票的基础加以预测——这种机智上的斗争（凯恩斯称之为选美或叫停游戏），并不一定意味着把群众的鱼肉去填充专业经营者的肠胃，斗争可以在专业经营

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

者之间进行。专业的投资者就被迫致力于在新闻和社会气氛中来预测即将来临的某些因素的改变，因为这些因素被经验证明最能影响市场的群众心理。在所谓的以流动性为目标进行组织的投资市场中，这是一个不可避免的结果。在传统的理财守则中，肯定没有比流动性崇拜更加不利于社会的条目了。”这正是对目前众多投资者栩栩如生的写照。我年轻时曾开玩笑说，做什么都怕人多，就是炒股不怕人多，人越多越有利于机构。

华尔街有句古谚语：在盲人的国度里，有一只眼睛者就是国王。巴菲特也认为，要深刻理解个人和机构投机者的行为，因为他们的行为无意中为价值投资者创造了机会。因此，买方时代的到来，会使得我们价值投资者渐入佳境，但是这个过程中伴随着极为痛苦的回归的过程。当然，在可以多元化选择的今天，对于有准备的人也许是很好的机会。

就是说对于价值投资者来说，终于熬到这一天，整个游戏规则开始向有利于他的方向转了。但与此同时，这段时期估值体系又会因为买方时代的到来，发生整体下移或重塑的变化。

对。

所以价值投资者在这轮“温水煮青蛙”过程中也很难幸免于难。

谁也不能幸免于难，没有谁能幸免于难，但价值投资者会恢复得很快。而且，随着整个社会资本回报的平均化，股市从风险收益角度将越来越有吸引力，价值投资者将迎来真正的春天。

这个时候怎么活下来呢，怎么让自己能活到解放那一天呢？

规则决定竞争。不同的市场阶段，会有不同的游戏规则，需要有不同的策略与之相匹配。比如，在股票供不应求时，博弈是能够赚钱的，那么你可以跟很多人去博弈，然而过了这个阶段后，仅靠博弈是不够的。所以在投资上你一定要想办法保护自己，最好的方式就是一定要寻找有护城河的企业。我们去年整体投资表现是不错的，我们一直在强调怎么去寻找有护城河的这些要素，我们一直培养，或者一直强调这种素质。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

你同时也分管东方证券研究所，你觉得卖方研究机构在这一过程中要作好什么准备？

我认为一个研究所靠的是思想来生存。我们是靠思想生存的一群人。研究过程中要具备全面的能力，我们必须能够看到一个领域如何涌现商机而另一个领域商机的破灭。我们必须培养在不同商业环境下经营成功的视角和管理广度。

在这个用金钱和关系衡量实力的世界里，我们发现思想和知识在经济中日益取得基础性的地位，这些年我们研究所的进步完全证明了这一点，我们完全靠自身的努力获得了长远的进步。可以说，越来越多的客户有能力并且愿意花钱来买投资建议。我们的目标是要聚焦最好的水平，不管在任何时期，我们都将为任何产品（多层次的资本市场）、任何市场（国际和国内）或者任何一个经济环境（繁荣和萧条）提供训练有素的专业咨询和具洞察力的价值判断。这些是我对我们研究所提出的使命。

目前的研究困惑来自市场自身的两个难题：一是如果市场是有效的，那么研究不会有用；二是如果没有研究，如何才能使市场有效呢？应该说，好的研究可以让市场越来越有效，但是目前大多数的研究不是在让市场变得有效。

对于我们研究所，我主要做了两件事，一是确定“卖什么，怎么卖，怎么卖个好价钱”，二是“找到正确的人，做正确的事，正确地做事”。前者是商业模式，后者是管理经营，策略上、战略上一旦定下来，最重要的就是持续改进和完善。我们强调合规第一，客户导向，整个团队的建设、文化的建设就是这样的标准。我们强调专业人做专业事。我们从晨会开始，从作的报告开始，从销售开始，每一个细节都这样要求。研究所是卖方市场，我们卖的是思想，我们的研究服务提供的是把事实分析清楚。至于之后会怎么样，那是买方自己解决的。销售要做销售专业的事。他们是探照灯，每个研究员可能仅仅是一个闪亮的灯泡，但是销售，是把所有这些东西都要聚集成一个探照灯，帮客户照亮。我们做的是可复制的成功，一切都是循序渐进，按部就班，坚决不去做任何打破市场秩序的事情，过去三年的进步更多是管理出效益。如果有一天我们的研究所能够成为思想智库，那么我们的研究所就真正成功了。

投资幸运又能干的价值企业

公开资料可查到，东方证券从自营盘开始就长期投了很多优秀的企业，持仓量

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

也是比较大的。从你的投资经验来看，你怎么看待企业的投资价值?

我们团队这些年也总结出一些东西。我们会去寻找幸运且能干的企业，这是我们的一个坐标。投资时再加上一个合适的价格。

幸运就是很简单、傻瓜都能经营好的一些行业。但不同时期的幸运不能一概而论，在一个产品生命周期早期的时候，你只要盯住那个行业，所有的企业都是幸运的。比如以前“五朵金花”时代的那些企业，谁去当它们的董事长、总经理都没问题，甚至会比他们管理得还好，所以要寻找这种幸运的企业。1998 年以后像白色家电、黑色家电这些企业都是不幸运的，问题在于当时它处于一个高度恶性竞争的行业。

但是有一个辩证的过程，到一定程度的时候它又会变成一个幸运的行业，2004 年、2005 年以后实际上白色家电行业是不错的。原因很简单，恶劣的竞争把很多体质特别弱的企业竞争死了，剩下的这些企业总体上形成了一个寡头垄断的状态。所以像美的，产品提价是不影响它的销量的，甚至销量还可以提高。包括当时的苏泊尔，都是处于这样的一些行业。所以幸运跟能干，都是处于一个阶段来考虑，这是我们的一个坐标。把横轴做幸运/不幸运，纵轴做能干/不能干，那我们一定选幸运、能干的，次之选幸运、不能干的，再选择不幸运、能干的，绝对不选择既不幸运又不能干的。很早的时候我们就已搭建出这样一个框架来考虑问题，我们会发展出一些指标来研究分析这些问题。

我们也很关心一些企业产品自身的生命周期，生命周期很长的，我们会更加关注，因为它的科研投入会少一些。产品生命周期长，也有壁垒的这些行业，对于企业来说非常好。家电、手机行业，生命周期太短了，科研投入很大。在研究它的时候，理论上就可以分析出来它的很多毛病，在它的财务报表上也可以发现。因为产品周期短，销售费用就会非常高，因为它要不断去设计新的产品，为这个产品打新的广告，要不断进行研发投入。它整个可以推演出一系列的逻辑过程。

你刚才讲挑选有护城河的企业是一个很巴菲特式的标准，这在中国适用吗?

完全适用的，当然我们看问题的角度要有所调整。巴菲特提出“经济护城河”的概念，关键在于理解和执行。巴菲特说公司就像一个城堡，它需要有护城河，不然很容易被攻破。 迈克尔 · 波特认为，如果你的竞争者知道你的秘密却不能复制，那就是一种结构性的优势，就是一条“护城河”。西北航空就是商学院经常讲的案例。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

不容易有护城河的公司，成功是例外，不是规律。目前在国内，如果没有垄断，国企暂时就没有民企在激励问题上的结构性优势，这就是现在很多投资的出发点之一。我记得当年大唐电信和中兴通讯上市时两个公司销售额是差不多的，现在两个公司已是不可同日而语了。

一个公司有没有护城河，护城河究竟有多宽，这是一个主观的判断。仁者见仁，智者见智。但是这种思维方法和逻辑对保护自己很有用，尤其是通过详尽的财务数据分析，可以提供一些资讯以作投资判断。有没有经济护城河，关键是看企业是否有控制分摊成本能力或者转移成本能力。一种是规模经济或者由于投入、地点、工艺方法、营销网络、某种长期协议而使得成本低很多。沃尔玛、淘宝、京东商城就是例子。又比如，收费公路、港口、机场和快递公司等前期投入巨大，资本密集而形成一条很宽的护城河。

另一种资源是网络效应（互相照应，极为方便的好处），如银行、万事达、维萨，还有伊利等巨大网络公司，使得新进入者越来越难。

第三种是知识产权，比如专利、商标、政府许可或者客户忠诚度、高品牌知名度等。 在中产阶层越来越多的今天，时间是中产者最宝贵的资源，一个品牌如果能够减少顾客的“搜寻成本”，比如麦当劳、可口可乐、肯德基，对消费者就很有价值。消费者不易见异思迁。

最后一种是高昂的用户转移成本，它的产品无法替代，或者客户很难离弃。如果离弃，客户需要付出不小的代价。微软就受益于此，因为用户转向其他产品的成本实在高昂。银行、基金公司、软件系统也是如此。

分析护城河只是为了帮助长期投资者，对于短期炒作的人没有帮助。你可能会说，我很机灵，我会在敌人攻破这个城堡之前弃城逃脱，换到另外一个城堡里去生活。但事实上没有人能够做到这一点。

人们最常犯的错误是把产品好、市场份额高、执行力强、优秀的管理团队当做护城河。事实上这可能是投资的陷阱。一定要把赌注放在赛马身上，而不是骑师。管理者固然重要，但还不足以超过护城河。 和一个由超级明星首席执行官管理但却没有护城河的企业相比，一个管理者平庸无才却拥有护城河的企业，更有可能带来长期投资的成功。这也是巴菲特愿意选择傻瓜都能经营的公司的原因之一。

你选择了幸运而能干的企业，持有期考验其实也是很大的，比如说你们选择了

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

贵州茅台或者烟台万华，持有数年过程中间其实也是考验很大的。

这些是我们逐步摸索到的方法，我们买到过一些烂公司，也买过很多现在看来都不错的公司，伊利股份、山西汾酒、金发科技等都拿过较长时间，我们是最早去金发科技的，烟台万华也是最早的之一，汾酒也是最早介入的之一。一开始我们拿过很多伊利股票，现在伊利股份也是我们最大的持仓之一。有时候我们拿股票的周期很长。

在市场上，我们觉得它的基本面的趋势没变化以前，一般不会选择抛售。我们很多股票都拿了三五年，这在市场上是不多的。

很少。请继续讲你的价值投资体系。

最近也有很多人来问我价值投资在中国到底适用不适用，因为大家都怀疑。那我就只能告诉他们一个非常完整的价值投资的逻辑。首先是数学上的基础，要考虑投资有非常奇妙的复利效应，由于复利是非直觉的，很少人去关心它。在投资上，需要去寻找稳健的、可积累的投资。比方说连续 10 年里面 10%的增长，跟一个连续 9 年 20%的增长，最后一年突然跌个 50%，可以去算一下哪个好。最终的一个偶然的破坏，把你的连续复利打断的时候是很可怕的，这是数学上的要求。所以说要稳健，安全至上。复利的数学理由使风险规避成为投资中唯一最重要的元素。规避风险必须成为投资哲学中的基石。

现在很多机构都是只考虑一年考核。在国外很多对冲基金，如果今年正收益了，就拉净值，因为把净值做高一点，提成就高。但收益不好就做低一点，第二年基数可以好一点。这样的短期行为，全球都有。从二级市场来说，我们现在中国资本市场所有的现象，都是全球的共性，不是个性。包括这几年很多股民说，要联合抗议新股。但是投资有风险，买者要自负，你既然贪婪，就要受到惩罚。这是投资者自己选的，凭什么给他 40 倍的市盈率，凭什么要给他 50 倍、60 倍、70 倍。这种过程不是我们独有的，全球都存在。但价值投资就像万有引力一样，一定会发生效应的。政府要保护投资者不被骗，但政府同样要保护投资者投机的权利。

第二个因素是在投资中虽然时机选择和经济周期预测很重要，但有能力准确预测的概率极小。所以纯粹的自上而下的时机选择和宏观决策，往往欲速而不达。这造成了大多数投资者根本就不知道自己是按什么方式进行投资为好。价值投资自然就可以成为一种可行的选择。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第三个因素，大多数经济学家和投资者曾认为，一涉及金钱，人就会变得理智。经济理论也认定，投资者通常会作出良好乃至最优的决策使利益最大化。但事实是正如研究人类行为的心理学家所发现的，影响投资者决策的是非理性的冲动、直觉以及大脑处理信息的方式，而非经济模型中蕴涵的冷静和理智。理性人的假设在金融投资领域可以说无效。因此市场定价会出现错误，错误来自人类希望快速赚钱的本性、是非观念、思维方式以及对信息的反应方式、人及各类机构的情绪、市场中的人际互动、忽视企业的长期商业价值而对最新公布的数据等新闻的过激反应，等等。这些给价值投资者带来了机会。

第四个因素，在整个业内生态链，二级市场投资者是最脆弱的一环，要学会保护自己，最好要寻求真正有价值的公司，寻找有护城河的企业，价值投资的思维可以很好地保护自己。巴菲特说过，“世人认为我在价值投资，其实我是在投资价值。投资价值和价值投资的区别在于，价值投资被演绎为教条和崇拜，投资价值是独立的判断和行动，这才是投资的精髓。投资价值这个词，投资是动词，价值是名词”。

第五个因素，价值投资需要做很多艰苦的工作，非同一般的严格纪律和长期的投资视角。只有极少数人愿意和能够为成为价值投资付出大量时间与精力，而价值投资人中又只有一小部分拥有较强心理素质的人才能取得成功。所以不是价值投资不适合，是具备这些素质的人不多而已。正如巴菲特对世人有一个敏锐而正确的观察那样：世界上绝大多数投资者（含专业人士）既无能力，也无必要的心理素质选择个股和投资个股。如果你不能确定你远比“市场先生”更了解而且更能估价你的企业，那么你就不能参加这场游戏。就像他们在打牌时说的那样，“如果你不能在玩上 30 分钟还不知道谁是替死鬼，那么你就是替死鬼”。 可见自下而上的价值投资也颇多不易，不能指责投资者不按价值投资进行决策。

我对我过去的总结就是这几个原则：有理想，但不要理想化；最优考虑，次优选择；所有企业都是有矛盾的，企业存在的目的就是要解决矛盾。

能否展开说下“企业存在的目的就是要解决矛盾”？

其实这是经济学里面讲的交易费用的东西，任何一个企业存在都是为了降低交易成本，这个过程中企业矛盾是很多的。作为一个投资者，你如果不建立起这样一个哲学理念的话，就无从下手，任何企业从任何一个点上看你都可以看到好的方面和不好的方面。关键是什么时候看到积极因素为主，什么时候看到消极因素为主。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

比如说 2011 年年初我会说中小板和创业板有系统性风险，但现在我就会说无论如何，有 20%的公司有机会成长起来。我觉得我能走这么久的原因，就是在一开始的时候，马上就悟到了这个道理。包括现在我们很多研究员看问题都会两极化，好就好到天上去，坏就坏到地狱去，两极化的思维方式占据大多数专业人员的内心。

化学和社会学的学习让我认识到，科学和生活中，人类的经济活动中的每一件事实，每一个过程，以及我们观察它们的方法，我们的情感和认知，都是折中或平衡在两个极端之间的某个地方。所有事物都包含两个相反的极性。极性以及极性的转化，与我们的头脑，与我们的思想是紧密相关的。投资的长期成功有赖于我们如何采取中庸的态度，要的是情绪的稳定和内心的平静，泰山崩于前而色不变，麋鹿兴于左而目不瞬。

当下我们投资队伍对价值投资最大的怀疑恰恰也是在对企业的认识上。由于中国企业特有的治理方式，任何企业都得具体问题具体分析，使得很多人因为个别公司或者个别时间受到伤害而对企业治理感到绝望，不敢作价值投资。

公司治理对价值投资者而言是尤为重要的！这是因为价值投资者购买股票时，他们已经做了分内的调查分析工作，因此他们期待所投资的企业的内在价值能逐渐在市场价格中体现出来。如果企业的管理层阻碍了市场价格对内在价值的体现，那么他们就破坏了投资的动力。这类阻碍有时是因为管理层和股东的观点不一致，甚至是利益不一致，阻碍的方式方法可以很多。国企中特别常见。这个时候一定要见机行事。

那么价值投资的有效性也是相对的吗？凭什么你判断未来会更是好日子呢？

价值投资如果能有效，一定要定价出现错误，而这一点我认为是由人性、机构的行为造成的。我们经常说人性是贪婪和恐惧的，但这里不是贪婪和恐惧，是你作决策的时候脑子里自然而然形成的决策的方式。比如我刚才说的概率的观念、比如简单的外推、比如我们经常把很多的独立事件看成连续事件，就像乔丹投篮，他第一个投进去，你就想要看第二个、第三个也能投进去。就像现在的股市，2011 年一直下跌，2012 年开市第一天下跌，大家就觉得它还要跌。这就是一个简单的外推，把一些随机事件看成一个连续事件，会造成一个结果，就是市场的人性会导致很多决策错误。再一个就是你要去寻找确确实实出现价值机会的那些公司，从财务的角度，从企业基本面的分析角度等，有很多的工具。所以价值投资有效，原因很简单，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

一是它始终是价值和价格的关联，第二它利用人在决策上的错误造成了一些机会。所以我曾说："孟子曰：'吾善养吾浩然之气也！是气也，寓于寻常之中，而塞乎天地之间。'此为投资之至理！"

随着中国资本市场走向买方时代带来估值收缩的恐慌，很多人都会抛弃掉一些真正有价值的公司，因此，价值投资不仅是唯一能应对买方时代到来的策略，还将因其"不为恐慌而动"的投资策略而极大地受益于这一时代的到来。

能不能举几个你们投资的案例，你们如何发觉、坚守并看着这个企业逐步成长？企业发展的过程中间会有很多变化，你是怎么样正确评估它的变化，怎么正确展望它的未来？有时候投资如果不坚守的话就像猴子掰玉米一样，掰到最后发现投的企业都是很臭的企业，因为又幸运又能干的、又能跨越周期的真正的好企业很少。

不同的时期中我们对事情的认识都有一个进步的过程。早在1996~1999年，海尔、伊利都是我们投资的。那个年代是能满足我们整个中国，或者说我们所有消费者的最简单的需求的时代。我们中国以前讲老三件，手表、缝纫机、自行车，后面新三件，冰箱、空调、洗衣机。老三件快速增长时代我们还没有资本市场，没有公司上市，但是1996~1999年是新三件这些企业已经上市的时代。所以那个时候中国最大的牛股，是春兰股份、格力电器、海尔电器、四川长虹。还有银行，因为整个经济的增长，发动机都是银行，获利最大的也是银行。所以那个时代满足人的需求的行业最好，我们发现这些公司业绩也确实很不错，就投了，那个时候就是朦胧地探索价值投资。后来比如像买伊利股份也很简单。我们看到一杯牛奶强健一个民族，我们家老人那个时候就跟我说要喝牛奶，都是很朴素的认识。

伊利股份1996年刚一上市你们就买了很多吗？

伊利股份从上市第一天我们就买了很多，伊利是真正贯穿我整个投资经历的一个公司。

经历三聚氰胺事件后几年，伊利股份过去一两年又回到了投资者的眼光中。

回到伊利这个案例，我明白了品牌的意义。当时我看到这个企业是做消费品，而它一上市就会家喻户晓，或者至少整个资本市场参与者都知道，上市带来的广告效益很好。对于消费品来说，广告就转化成利润，而业绩增长又确实很好，所以估

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

值高一点没问题。从那以后我就对最终消费品的上市公司非常重视。这里面每年因为资本市场而带来的广告效益，给它节省的广告投入都是巨大的，我非常不认同那些客户在国内却选择在国外上市的企业行为。

广告效应确实是很多企业上市所附加的好处之一。

对最终消费品是，还有信用的增强。选企业我们要考虑很多因素，这也是其中一个。另外还有一个因素：市场空间。比如烟台万华，它的产能从 5 000 吨到 1 万吨，2 万吨，4 万吨，8 万吨，16 万吨，现在到了 100 多万吨，再后面它的边际增长率就下来了，公司要进入新的领域了。公司做到巨人以后，要让它再跳就很难。比如可口可乐，如果没有中国、印度这些市场，没有新兴市场国家的经济进一步发展，可口可乐也是没有空间的。而中国这过去 20 年百姓的生活的巨大改善，给可口可乐带来了很大的增长空间。它的优势是产品生命周期很长，一旦研发出来，在这个领域的基本投入就比较小，再加上有垄断，它在全球都是一个垄断竞争的产品。结果是，这么多年了，规模扩到这么大了它的毛利仍然维持得相当好。再看国内的金发科技，当时全国有 1 000 多家这样的企业，占有市场最大份额的公司也就那么一点份额，所以哪家公司一旦竞争力优先起来了，市场份额提高的空间就会非常大。所以，在不同的时间点上看问题的方式是不一样的。

你们挑选这些企业的时候，找到这种行业市场空间很大的幸运的企业，这个相当需要眼光了。

在投资上，运气比能力重要。当然，运气不会是天上掉馅饼，勤奋带来运气。挑选出好公司，考验的是自上而下的功力，企业是否幸运要看它这个行业是否存在空间。此外还要考虑它处在一个什么样的生命周期。很多成长股的故事，都说所处行业空间很大，自己份额现在只有百分之几，有很大上升空间。但是真正做好了的，可能也只有烟台万华、万科等，其实大部分都没做到。大部分企业只是看起来很美。

所以投资的过程需要内心非常细致，要经常回头去审视。审视这些企业基本面的情况，经营管理状况。不是买了以后可以束之高阁的，要经常关心它的基本面。现在的状况是很多人只关心股价的波动，不愿意费心费力去关心企业；上上下下的价格，麻痹了大多数人的神经。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

对，或者是说也关心基本面，但是考察得就没那么深刻。因为有时候股票涨了，大家就觉得它基本面也变得好起来了；有时候股票跌了，大家就觉得它基本面也变得差一点了。就是你说的一个企业它总是有矛盾的，这个时候你要看到哪些矛盾是推动它前进的矛盾，哪些矛盾是影响它根本发展的矛盾，这个我觉得还真的很难。

要掌握住“度”的问题，这个点上你要看到它的积极面，那个点上要到看它的消极面。看企业两极判断，非黑即白、非白即黑，不是好的方法。

你在自下而上挖掘能干的人或者是能干的企业这方面，有什么心得和方法？你和企业见面的时候，什么样的东西会让你眼前一亮？

企业的业务可以很简单地去理解，这是我们需要找的一个要素。一定要找容易理解的东西，因为市场始终是波动的，如果你不容易理解，或者不理解，你是承受不住市场波动的。我们投资了那么多股票，每个股票背后的过程都是有很多痛苦的。

看好新兴产业

现在证券市场这么低迷，有人解释是对中国经济增长的前景和模式的担心，有人解释仅仅是对证券市场的担心。你倾向于哪一种呢，还是两者皆有？

未来是不可预测的。我刚才说要有理想，但不能理想化。中国要成为一个怎么样的理想社会，我想每个人心里都有数，看你是从哪一个角度来看问题。我的观点是，疑虑甚深，问题很多，潜力很大。对比美国，近 30 年来每年增长 2%、3%的国内生产总值，孕育了 30 年的大牛市，我们 2%、3%的国内生产总值增长，再维持二三十年没问题吧，找些能确定增长的企业肯定还是办得到的，何况中国这么一个庞大的人口基数，市场又培育出来了，这对商业是最重要最有价值的。孟子说：“五百年必有王者兴，其间必有名世者。由周而来，七百余岁矣！以其数，则过矣；以其时考之，则可矣。”自然现象有周期轮回，社会现象也有周期轮回，一切都有生命周期，一切皆有季节。纵观整个中国 5 000 年历史，历朝历代都一样，盛世维持的时间都不短，在整个中国历史上和平建设的时间从来没有现在这么长。如果不出意外，对资本市场而言，我总体的观点是“盛极则衰，衰极则盛”，这是资本市场自身的规律。不要太悲观，也不要太乐观，所有人都很悲观、绝望的时候，它一定会转向。这就是所谓的投资“贵上极则贱，贱下极则贵”。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

当然，在投资上我们自己确实也有很多盲点，我最近作了一个很大的总结，发现自己以前说不定50%的想法都不完全正确。我经常说的一句话就是作投资一定要不断地改善你决策的过程跟思维方式。在中国作投资很难，非常难。因为我们的社会变化太剧烈。纯粹靠在股市里投资产生像巴菲特这样的投资家，我觉得在中国很难出现，制度环境跟制度基础还没具备。大家真正作投资，也只是最近10年的事情，我们都是处在一个学习的过程中。

刚才我们说了资本上的两大变化，一个是从卖方时代到买方时代，一个是上市企业可以说是一个敞开供应的时代了，越来越多的企业都可以上市。这个时候从你的选择标准来说，你说要寻找幸运、能干的企业。那么再具体一点，什么样标准的行业、企业是比较幸运又能干的？从比较长的周期的角度来说，你们下一步的投资方向，或者你们特别关注的行业和企业有哪些？

我作投资，入门的时候中国企业还没什么现代企业管理，投资过程中，我对中国企业发展阶段作了个总结。

我一直认为，最近几十年中国企业的进步可以划分成三个交替进行的阶段。第一个阶段是1996年之前，企业依靠寻租，大多以胡雪岩红顶商人的方式经营获利，所以1996年之前上市的公司，都还不是真正意义上的现代企业。双轨制下的企业，批文是最重要的。现在还有很多这类的企业。

第二阶段就是1996~2000年，以长虹、海尔、美的、格力为代表，中国出现了与衣、食、住、行相关的真正需求，为满足这些需求的产品开始真正面向市场生产。倪润峰率先运用市场策略，即价格策略，但当时只有一个方向，就是降价。价格战只在一段时间内有效，很快利润就没了。由于企业利润不可持续，当时的股市具有明显的操纵特征。

第三个阶段就是从2000年开始，中国逐步成为全球最大的MBA、EMBA教育市场。我们的企业家在倪润峰时代，只会打价格战，而MBA、EMBA教育打开了企业家的视野，所有国际上先进的管理经验开始在中国企业实践，有一批真正的企业开始成长，经营者开始具备企业家的眼光，开始讲企业战略、人力资源管理、产品设计、营销、广告等，让自己的企业壮大。在这个阶段，中国出现了一批真正的通过管理带来效益的企业，比如联想、中集集团、中兴通讯、万科、张裕、上海家化等，企业增长也开始长期化。而社会需求也在进一步提升，汽车、住房、旅游都涌

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

现了大量的公司。

综合来看，整个过程中，中国企业的竞争优势来源是不一样的。自上而下分析，可以看到中国以前所有企业竞争优势的来源之一，要么是政府保护下的垄断，要么就是劳动力成本低和低环保要求。但是这几年劳动力成本会不断上升，劳动密集型行业的成本会快速上升；环保要求也越来越高；政府保护也多受质疑。

所以，如果一个行业的产品没有提价能力的话，一定要规避。产品价格没有谈判优势的企业一定很危险，成本上的波动会对企业造成巨大的伤害。这在以前没问题，因为即使企业在价格上没有谈判优势，但在成本控制上可以有优势，加上一些资金壁垒，别人也进不来。但现在劳动力密集的行业一定要高度警惕。

又比如化工行业，以前在全球竞争优势的来源有两个，一是劳动力成本低，二是低环保的要求。而中国对环保的要求在不断提升，所以这些靠低环保要求作为核心竞争力的企业，当然要提高警惕。

再具体些呢？有什么特别的关注点？什么东西可以持续观察？

那要看什么行业可以高于国内生产总值增长，哪些企业在价格上是有谈判地位的。在竞争行业中，有价格谈判地位、能高于国内生产总值增长的企业一定是处于一个新兴的行业。比如说以前我们国家对环境污染无所谓，但接下来环境保护的投入会很大，这个行业一定是未来几年内一个幸运的行业，跟环境污染治理有关的行业一定是高于国内生产总值成长的。

我们也非常关心消费，中国老百姓的消费占国内生产总值的比重这么低，这是无法持久的，这么低的比例会危及整个国家的稳定。消费占国内生产总值的比重一定是要上升的，教育、文化、旅游、娱乐、健康等都是未来非常重要的发展方向。

还有，我们会关心新能源、新技术领域。我们过去是靠高耗能发展的，这无法可持续发展，节能是国家战略。目前很多我们所谓的高技术也许在将来会成为普通行业。在10年前硅谷都是信息技术公司，但现在硅谷的一半公司可能都是生物制药、基因类的公司，这就是它未来的方向。以前互联网是高科技，现在信息技术就是你做饭时候的油盐酱醋，打麻将时候的“混”，而数据处理能力将成为竞争的关键。

最终信息技术会像我们传统工业社会的水泥一样了。

变成水泥了。未来真正新的东西，就是环保、生物制药、基因工程、文化娱乐

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

提升，还有太空开发等新领域，中国在科技追赶方面投入巨大。要找幸运的行业，一定要去找未来增长很高的行业。但是，这里面也有巨大的风险，新兴的东西生命周期不一定会长。

就是说从行业看起来很好，但是公司单个产品生命周期都很短。

对。所以在这个过程中我们要看它是不是能干，能干的人维持的时间就长一点。我们也有产业周期的，老三样不行了，现在很多人关心的新三样是手机、笔记本电脑、汽车。

投资新兴产业我一直觉得很困惑的一点就是，新兴产业看起来很美，是幸运的行业，很好的行业，但是到最后反而变成一个很坏的投资。比如说新能源，它看上去是很美的，但投资新能源没一个赚钱的。

这里面最重要的是，在资本不稀缺的情况下，又没有什么核心技术，一定会造成这个产业的生命周期剧烈波动。去年日本地震的时候，多少产业出现了问题，日本这些企业掌握了多么重要的工业命脉。任何一个工业链条总有一个关键点，只要把那些关键点找着了，自上而下就可以作分析了。比如苹果，它总有一个最上游的采购，如果盯住那个采购点，整个链条的成长空间就可以很清楚。所以巴菲特的投资真的是非常严谨和纯粹的投资，科技股他不碰，他说不懂的东西他不碰，我们大家都做不到他那么纯粹。

大家说到整个信息技术产业，觉得会出现很多很多新的技术，其实到最后回过头来看，大部分企业都没有什么竞争力，而且除了台积电等就那么几个长大的，大部分公司的产品都是搞一下就没了，成了周期性公司了。你说的基因类的，或者环保类的公司，我觉得也可能会出现类似的情况。包括你说的一些产业，刚才你的潜台词是说其实也需要很仔细地找到关键点去分析。

不管怎样，要想清楚一条，每个人作决策的时候都是容易犯错误的，要建立在自己是要犯错误的基础上，不能老想着我做什么事情都是对的。

有一本书写得非常好，《从资本家手中拯救资本主义》。因为资本家一定是追求垄断的，但是整个社会是不希望有垄断的。在这样一个斗争中，如果一个企业构筑不出这个垄断优势，那从整个市场角度一定会把它摧毁。这个社会就一直这样斗争着，追求垄断，然后竞争，竞争又让垄断消失这样一个过程。如果历史上在美国做

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

收音机之类的产业始终只有一个企业生产收音机，那它利润保持200年都没问题。问题是技术一旦开放以后就没有垄断性了，这个产业就变成了另外一个产业。我们举一个更加不现实的例子，原子弹，如果每个国家都生产原子弹的话，它就不会这么珍贵了，它的核威慑力就没有了。所以最好的东西就是别人不能标准化而自己可以标准化的产品。

人要逆向思维并不是一件很容易的事情，“人弃我取，人取我予”说起来容易，做起来很难。“贵上极则贱，贱下极则贵，贵出如粪土，贱取如珠玉”是逆向行动者的最高境界。实践上，逆向思维只有在少数几点的时候才会成功，很多时候需要等待。有时作了正确的决策却不一定成功。大部分时候，比如市场刚一涨你就逆向思维，刚一跌你就逆向思维，那就完了。试一试把目光从热门的或者悲观的市场或领域移开，去寻找那些未经雕琢的璞玉，或者那些相对不太活跃的市场和领域——你有可能对自己的发现大吃一惊！最好的方式是将逆向思维看成是检验预测正确与否的工具，而不是一个预测工具。

邓普顿有个形象的说法：“如果10个医生告诉你吃某种药，你最好还是吃这种药。如果10个工程师告诉你用某种方法修建大桥，你最好用那种方法修建大桥。但在选择股票时众口一词是非常危险的。如果10个证券分析师告诉你买入某类股票，记住远离它，它的股价必然已经反映出其受欢迎的程度。”

未来中国资本市场的道路一定是一个逐步转轨的过程，会有一类选手做得特别好，比如价值型选手，可能就有优势，或者是常胜将军？

投资上很难说有长期的常胜将军的，也有很多不同的风格能够短期成功投资。尤其在中国，因为整体上来说中国市场的约束条件很不一般，很不一样。举一个最简单的例子，公司治理。在成熟的资本市场里，公司治理基本上可以用一种常规化的方式看待。而我们中国没有两个公司的治理可以一模一样地分析，一定要具体问题具体分析，这是我们工作量要比别人大得多的原因。就算是性质一模一样的两个公司，某个点上一闪念的想法不一样的话，公司治理就是不一样的。所以我们还在发展量化投资。统计学和计量经济学可以为客户带来一些非常好的投资思想。如果你不能战胜它，就加入它。相对于定性投资，定量投资的最大特点就是利用数学模型对任何投资思想定量化。模型对于定量投资的辅助作用就像CT机等精密的医疗仪器对于医生的作用。在投资行动之前，投资者先用模型对整个市场进行一次全面的

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

检查和扫描，然后根据结果作出投资决策的选择。

委托代理关系环境不一样。

对，我们的委托代理关系非常复杂，不管是投资机构自己还是我们的投资对象。你要始终抱着一种强烈的质疑。质疑的概率要非常大，这是我们作投资的时候不确定性最大、让我们最痛苦的一面。在美国作投资，这个问题你也完全应该质疑，但是那种痛苦程度一定比我们低。

现在中国讲到治理每个公司不一样，但是从我们投资者角度来说，可以把它分类成有一些企业对股价是有诉求的，这类通常是民营企业，有一些是对股价没有诉求，可以这样说吗？

不完全是，它随时都在变。有时候有诉求，有时候没有诉求。但是它什么时候有诉求你不知道，它常态化的时间太短，但在美国它常态化的时间很长。

但是总体来说它对股价是有诉求的，可以这样理解吧。

不管怎么复杂，总体上一定有诉求，但是是在一个长期的时间内。问题是我们很多公司的管理层实际上在某一个时间段是可以不对股东负责的，中小股东对它还无能为力。比如国企，它的决策过程里面不会考虑这些问题。而民营企业对股价也不一定有诉求，它们有时候就是把公司当做帮助自己做其他事情的一个平台。所以这里有很多的复杂性，作投资的人如果幸运碰上好的公司，会做得很开心，如果不幸运碰上那些令人难受的公司，会很痛苦的。

机构投资者的时代来临

关于识别一些差的公司，规避投资骗局，我觉得你还是很有一套方法的，市场一转熊，造假的公司就爆出来了。你过去这些年没交过被别人骗的学费吧？

也交过，1997 年，最多一次估计赔了 7 000 万，好在很快又赚回来了。当年蓝田股份、银广夏、东方电子都参与过，但很快就撤了，原因很简单，多从反面看看就行，我常说的一句话是，这么好，为什么会有那么多人在卖？

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

所以可以说，这个行业就具有娱乐性，就好像很多明星炒出来，后来很快就被抛弃了。明星的过程很快乐，但是结果很悲惨。

这个过程并非中国独有，美国历史上也是这样，美国当年的掺水股票也是很严重的。投资者在那边买股票的时候，公司这边还在不断地印股票，这就叫掺水股票。在学校读到过，早期美国有一个铁路股，你去买股票，我这边就不断地印。美国历史上很荒唐的地方也有很多，最近的有安然事件、世通等。

所以，作为投资者最好从常识角度考虑，可以避开这些骗人的公司。

我刚才讲到两个因素，都应该是投资者的常识，但大家都忘了。第一个是复利这个概念很少人去想，因为复利是非直觉的，一名在10年内连续获得10%年回报率的投资者与一名连续9年获得20%年回报率却在第10年损失50%的投资者，谁的财富多？

很少人会愿意去认真计算它，其实是前者多。很多人追求短期的表现，长期很稳定的表现比较难，这就是极速跟稳健之间的关系，有人就喜欢极速。这个也属于个性，一开始就决定你愿意走哪条路。

考虑两种情景。问题一：你选了5只股票，每只投了100万。其中4只是好的投资，一年回报15%，但第5只跌了一半。另一组合是投了5只平淡无奇的股票，每只都只涨了5%。哪个组合赢了？ 问题二：2008年你用100万开始投资，在2009年是100%的回报，但在2010年亏了30%；另一位投资者2008年年底也投了100万，在2009年和2010年均获得20%的回报。谁跑赢了？

问题一中，前者收益是10万，后者则为25万；问题二中，前者收益为40万，后者则为44万。很多人希望每一圈都领先，但最重要的是，冲过终点时，你还在赛道上。

很多人不喜欢平凡的生活，喜欢刺激的生活。人人想快速致富。刚才你说的中国资本市场未来的挑战也是很大的，未来几年时间如果持续是这样一种模式，一个是卖方市场到买方市场，一个是企业的上市标准降低了，这样的话普通投资者受煎熬的时间还很长。

普通投资者受煎熬的时间还会很长。投资管理行业竞争激烈，只有那些善于此道的投资者参与这场游戏才是明智的，对于任何三心二意的参与者而言，进行积极的投资管理注定要失败。大到投资政策的制定，小到具体证券的选择，周密的分析

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

都是投资活动获利的唯一基础。我不赞成彼得·林奇说的，普通人也可以像专业人士那样去投资。

所以在这个过程中，资本市场要真正恢复到一个以机构投资者为主的时代。我认为券商在全国各个省市开这么多家营业部的这种方式慢慢就要改变了。

散户可能真的就要被消灭掉了，因为散户买的股票肯定都是炒得最高的股票。

很多人买基金都亏惨了，但是如果散户自己做肯定比基金赔得多。我到巴西去看过，巴西2亿人口，个人股民开户的只有86万。全民炒股时代真的要过去了，身边好多人都不再敢碰股票了。以前是博弈的时代，反正股票供不应求，你买在那儿，即便套住了，只要能忍住，总有一天会解放掉的，现在谁会去当股市的“解放军”呢?

以前都是属于涨潮的时候，现在退潮了，那怎么办呢，这些人脱光裤子走了又好像有点不甘心。

第一是没有“解放军”了，第二更重要的是很多企业也没有人接管，很多企业已经没落。企业好不了股价没法恢复，持有股份的那些股东一有机会就会逃离的，到最后交给散户。现在买公司股票必须要挑剔，要越来越谨慎。

除此之外，一个企业分红的价值也是很重要的。说到分红，在中国的金融环境中，你对银行股怎么看?

都是一个阶段性的问题。只要利率不市场化，我认为短期内的问题和其他企业是一样的，最大的风险是没法有效地解决它的各个层面的委托代理问题，强制分红与否意义并不大。银行某种意义上可以当做消费品看，品牌、网络都极具护城河效应。而且银行是经济增长的推动者和获益者，我一直在跟它们打交道，很多银行员工的素质都很高。

机构投资者一定强于个人投资者吗?

机构和个人的划分是为方便而言。严格来讲，如耶鲁大学捐赠基金投资总监大卫·史文森（David Swensen）所说，投资中最重要的区别不是区分个人投资者和机构投资者，而是区分有能力进行高质量、积极投资管理的投资者和无力为之的投资者。很少机构投资者有能力投入大量资源对投资组合进行积极管理，并创造出风险

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

调整后的超额收益，能做到这一点的个人投资者较之更少。

正如很多投资大家所阐述的，拥有一套核心哲学是长期交易成功的根本要素。没有核心哲学，你就无法在真正的困难时期坚守你的立场或交易计划。你必须彻底理解、坚决信奉并完全忠实于你的交易哲学。为了达到这样的精神状态，你必须要作大量的独立研究。一种交易哲学不可能从一个人的身上传递到另一个人的身上，你只能用自己的时间和心血去得到它。

在设计一个长期成功的投资策略时，有两个因素是至关重要的。首先，要明确“你的优势是什么”，投资从很多角度来说和德州扑克一样，是个零和游戏，你所取得的高于市场指数的收益是来自他人所犯的错误、疏忽或者反应过度，你的聪明才智超过了别人或者你的运气超过了别人。打麻将和德州扑克，运气掌握在大局中，但技术可以改变运气。如何明确自己的优势，那就要分析自己具备哪些工具包：真正的长期资金，深厚的行业知识，从各种市场和证券资产类别灵活跨越以寻找机会的能力，较强的资源关系开发能力和人脉网络，有完整坚实的投资哲学。

第二个要素是：有能力考虑竞争格局以及市场参与者的行为。了解市场心理学与懂得市场运行机理同等重要。要建立足够的人脉网络。这并不是要求你完全依赖他们，一点也不，而是能够及时地感受一下市场情绪，能够看到市场的参与者们正在想些什么、做些什么，这些信息有可能是无价的。你的注意力和技能在哪里最适用，这取决于其他人的关注点在哪里。田忌赛马，逆向思维是竞争优势最有效的措施之一。价值投资者获得优异业绩的唯一办法是定期地远离大众，但很少有人愿意或者能够做到。

打造可复制的投资团队

成功投资者的特性是什么？你本身很勤奋，我觉得你比较关注的就是勤奋、诚实、耐心。你觉得应该怎样培养团队专业精神，你有哪些心得，你看重哪些方面？

总体上来说，过去这些年确确实实一直是处于摸索的状态。我们是一个学习能力很强的团队，在边摸索边学习的过程中，我们理解这个市场是怎么样的市场，理解这个市场上人的行为方式，学会怎么去看公司，这是一个不断摸索、不断总结的过程。我们大家都在进步，都在成长，而且不能停止。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

你到目前为止还留在券商行业内，而大部分像你这样的人已经——不管是什么原因——早就离开这个行业了。作为为数不多的笑到现在的“老将”，你有没有总结过，从投资本身来说，不管是资产管理公司也好，私募也好，基金也好，在中国这样的投资环境中，按照你的理解，投资行业应该怎么做，才能笑到最后？

人总是有各种各样的考虑。对中国投资市场，我考虑最多的是，怎么样去做这个时代自己能做的事。早年的投资经历，大起大落，让我越来越淡然。所罗门国王曾命令他的臣子们帮他想出一句放之四海而皆准的话，最后，他的臣子们献给他一句至理名言：“一切辉煌和挫折都会随风而去。”所以一切都要不以物喜，不以己悲。

投资者某种意义上都是个体户，不管国内、国外。我愿意去挑战的是，看能不能带出一个团队，而且这个团队能够复制，这十多年我始终在寻找这样一种方式。这个行业最难的挑战并不是偶尔把业绩做好，而是怎么样能够培养出一批在整个投资管理行业，确确实实长期很有竞争力的人才。国内市场浓缩了美国200年的过程，我们有很多的历史经验可参考，我希望我在这个过程中，探索出团队复制成功的方法。

复制你的成功吗？

不能说我是成功者。确切地说，就是我们团队通过一种方式共同培养出一个专业的队伍。我经常说，从某种意义上来说，我们国内还没有一个真正专业的投资人群体，因为我们的环境始终在巨变，我们自身还在演变。看看美国真正杰出的投资经理们，他们一定都是思想家、哲学家、经济学家、心理学家、历史学家。我们经常去阅读他们的书，常常深受启发，我们研究所的《精译求精》就是对他们很好的一个推介。而我们这里不可能，我们时间太短，积累不够，学术修养更加不能提。我们第一代的投资者，可能在学校连基本的经济学原理都没有学过，连什么是市场经济都不懂，甚至到现在为止很多人还不懂。

虽然我有很多让我很尊敬的朋友，他们都很杰出，但我不认为中国已经存在真正意义上的、非常专业的投资者，因为我们所有的人时间都不够，过去的背景不具备这些条件，成功只是阶段性的，这是其一；其二，中国面对国际金融竞争的时代还没有来，这一批投资者真正的考验也还没有来。在2005年、2006年的时候，我就说过，以后真正的竞争，一定是在整个金融领域的竞争。因为我们这个市场总有一天要开放，那么中国以后最大的战争就是金融战争。如果在这个国家没有一群非常理解资本市场的人，那一定是一场灾难。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

所以，总体上来说，这个国家最需要的是真正培养出一批这样的金融人才。我只是尽我自己的一点点小义务，追求进步，在我自己力所能及的范围内来做这件事情。

东方团队主要成员相当稳定，你的主要团队一起都有十多年了吧。在外部诱惑很多的情况下，从你到团队都实在不易，应该说你的理念和团队管理方式是凝聚力的重要因素。近年来，你被各基金邀请去讲课、座谈，很受欢迎，大家不仅想听你讲投资，还想听你讲投研团队建设?

有人说过最好的学习方法是当老师，最好的投资思想是在交流中产生，其实更多时候是我在向同行学习。在与大家交流时，其中最大的收获是，我可以看到大家的思维方式和自己的盲点，同时更加体会到可重复成功的重要。

你这个做得很有特色。

东方红资产管理团队这边，我们对所有加入我们的人都是强调过程管理，就是说，进来的新人基本上都是自己培养。而在培养的过程中，打个比方，就像现在学高尔夫球，我不在意你开始打得有多远，我要的是你每个动作都能做对。你挥杆的动作对了，持之以恒地坚持训练下去，你的成绩一定会很好。但是你一上来为了要打赢，为了推荐一个牛股，可能不择手段地做一些其他的事情，那你的路径就会完全错误了。

投资是不是本来也比较多元化，每个人个性或者是能力都不一样，是不是一定会有些人做得好，有些人一直都做得不好，还是不同的人都可以成功?

任何投资都需要一套完整的哲学体系，基金经理或投资经理是否具备完整的哲学框架体系是最重要的考量标准。我更愿选择一个具备非常完整的投资哲学的人来做投资经理。这样他在做投资策略时，会不随自己情绪变化进行买和卖的决策。

你想闯出一条路来是很不容易的。券商的生存环境很恶劣，哪有基金公司环境好呢?基金公司都那么不容易。旧体制走出来的人，最后还能够活跃在前台，很不容易。

其实投资反而是简单的，管理才是耗神耗力得多。我没兴趣作管理，要让自己去静下心来想想人际相处的事，对每个投资者来说都是苦差事。我们常常会被人误解为不易打交道，其实实在是太忙，没有时间常与人联系。公司政治很复杂，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

作投资的人一般没精力应付，好在我们公司的文化氛围很好，我可以去做我认为是正确的事情。

另一方面我们在投资上的痛苦是缺乏长线的资金。我常说资金策略决定投资策略，投资里面有个非常重要的因素，在你的核心竞争优势里面，长期的资金是你工具箱里面很重要一部分。我们现在最大的问题就是没有一个长期的资金。

你提到过过去几年你禁止大家做并购套利的策略，你虽然过去对并购重组非常了解，而且凭你的这种社会人脉、丰富资源，但是你后来把并购重组这个策略排除在你的投资策略之外，你这个决策是出于一种非常有战略性的考虑。

在中国这个社会环境我们应该保护我们的员工，避免不慎而犯错误，这很重要，我们没有本钱犯错误。我们一直在说，这是一个新兴加转型的市场。所谓新兴加转型，这里面会有很多像“在河边走”的事，但我们的原则是要保护住所有的员工，所以一切从严。我们的文化是“合规第一，客户第二”。

资本市场是一个多样化的市场，一定要有多样化的基础。多样化是任何一个形态健康成长最重要的因素。你看以前的市场有效理论，一个假设的基础就是人是理性的，但是实际上资本市场中没有谁是完全理性的。但是要有多样性，还要有激励机制，就能让这个市场变得有效。我们这个市场的多样性其实还不够，动不动就把公募基金管制得怎么样、把券商管制怎么样、把私募资金也要同样监管，这样多样性就会消失了，对资本市场是一个灾难。而讨论到这些问题的时候,舆论也是不利于我们的，我们要遭到大家的严格审视。我前面提到过，作为监管者，既要保护投资者不受骗，也要保护投资者投机的权利。投机是这个市场能够存在的最重要的元素之一，没有投机也就没有了资本市场。

在 2006 年的时候，大家都觉得全天下歌舞升平，到现在为止虽然遇到了很多挫折，但是大家整个状态都还不错，我觉得这就是投资的价值。大家可能对投资的价值越来越相信了，相信专业的投资方法，或者相信自己的投研流程，我觉得这就是投资的意义，而不是投机取巧的。

确实很重要，我自己也是，我能够有现在这个状态，最重要的一个因素就是我的学习能力比较强。我是个爱看书的人，什么书都看。只要你在国内能看见的所有投资类的译著，我都会去翻翻看看。前面说过，很多书我在早年就看了，还有比如

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

对我影响很深的是我在南方证券的时候看的《证券市场周刊》上的连载——《股市大盗》，后来出书了，现在书名是《贼巢》，从业一开始就给了我很大的警示。我有最早版本的彼得·林奇的译著，我还有专门写在美国80年代收购兼并时投资的书，美国新闻界指责索罗斯、彼得·林奇等内幕交易的书，这些书都是90年代初看的，书现在都发黄了。读书的意义就在于你去学习，自己去悟。因为我们作投资这行，师傅很重要，这是门艺术，就像画家，如果没有师傅带，成为不了好画家，即便没有师傅，至少要能找到大家去临摹。而我一开始是误打误做，也没有什么师傅教，但是书就是我的师傅。《孙子兵法》我也很熟，“故知胜有五：知可以战与不可以战者胜，识众寡之用者胜，上下同欲者胜，以虞待不虞者胜，将能而君不御者胜。此五者，知胜之道也”。“知可以战与不可以战”是投资中最重要的。我始终认为中国人从文化传承的精神修养上特别适合在投资上有所作为。

你们这个团队之所以这么稳定，我觉得很重要的原因就是大家跟你这个师傅在一起很愉快。

我不是师傅，大家是互相学习，一起成长，团队是学习型团队，我们的口号就是一起学习，一起成长，一起战斗，大家压力都很大，但能有成长的快乐。

那你对你们资产管理公司差不多有20个买方研究员是怎么要求的？对基金经理是怎么要求的？

我们这里的研究员要比卖方的研究员辛苦得多，覆盖研究的公司比卖方多。卖方中好一点的，他们一个人只要做五六个公司的模型就可以了。而我们动不动可能要做十个以上的模型，做得很辛苦的。我们这儿控制得很严，我们对基本面的要求是很高的。我们非常强调对他们成长过程的控制，我刚才说了，你上手的时候怎么样去分析公司，怎么来做模型，用哪种方式估值，等等，这儿都有一系列管理上的要求。而衡量他的时候不是叫他给我推荐一个牛股，而是要看他能不能按我们要求的方式去思考。在第二阶段才会慢慢地再去寻找他们对问题判断的胜算的概率，这有一个过程。

而对基金经理要求很简单，因为我们已经做完这个培养的过程了，看结果就行，要发挥他的创造性。到基金经理这个层面我们鼓励他自己有非常大的选择权，我们不干涉，只要按照我们所需要的方式去思考就可以了。文化上我们是“合规第一，客户第二，而领导第三”。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

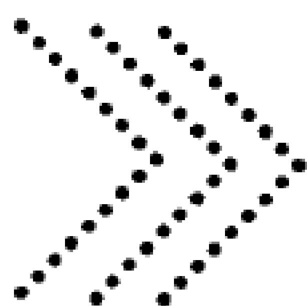
全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

但斌　价值投资不需要任何借口

东方港湾投资管理［深圳］

但斌，1967年生于浙江东阳，原名程建斌，后随姑父姓但。毕业于河南大学体育理论专业。后获得人大法学硕士、中欧商学院EMBA学位。1990年，但斌在开封化肥厂当钳工。1992年随北京结识的社科院陶永谊博士南下深圳，开始了炒股生涯。经历90年代在咨询公司、营业部、君安证券研究所、大鹏证券资产管理公司的洗礼，但斌开始从信奉波浪理论的技术分析彻底转变为追随巴菲特的价值投资。2004年，但斌正式成立东方港湾投资管理公司，同时征战A股、B股、港股及海外中国股票，是早期规模化的私募基金，大获全胜。2007年2月，但斌首款阳光私募"平安·东方港湾马拉松"发行，当年净值最高翻番，但接下来2008年熊市，该基金从历史高值一度下跌超60%。2009~2011年，但斌东方港湾马拉松开始展现价值投资魅力，尤其在2010年、2011年两年A股指数为负的情况下，他仍取得正收益，从而使得基金净值累计收益达到20%以上。但斌用他从技术派到价值投资派的宣言、对巴菲特及其搭档芒格的深入研究、多次朝礼巴菲特股东大会、经历2008年危机对价值投资的重新思索，完成了一名价值投资者对巴菲特的敬礼。2011年，但斌与原合伙人散伙，自己亲任东方港湾董事长。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



我1997年在平安证券的时候，与当时在君安证券研究所的但斌并不认识。2000年后，但斌在大鹏证券资产管理部，我们就经常与一帮朋友一起吃饭谈行情，在那个时候，大家谈的还是趋势、技术、庄家居多。但斌动不动就讲人类历史，美国道琼斯指数200年走势，从超长趋势和超级波浪分析A股的，也就只有但斌。

但斌早期大量地阅读财经历史书籍，加上90年代初刚入行就受趋势投资的培训和耳濡目染，使得他具有超强的历史趋势和宏观趋势感受。加入当时国内王牌券商君安，尤其是从营业部到研究所，使但斌开始从历史宏观、市场趋势走向企业基本面研究。1998年君安事件后，但斌加盟大鹏证券做投资经理，大鹏是当时流行的以操纵股价为投资理念的券商业的缩影，但斌没多大用武之地，大鹏也自然免不了破产。看破整整十年中国证券市场的折腾本质，看到了价值投资必胜与操纵市场必败，初步完成了从技术分析到价值投资理念的切换，但斌在2002年年底开始了私募投资生涯。

2004年，但斌与朋友合伙正式成立东方港湾，抓住了港股价值投资的机遇。2007年，阳光私募东方港湾马拉松的成立，当年优异的业绩，及但斌投资专著《时间的玫瑰》的出版，使但斌获得了“巴菲特在中国的布道和追随者第一人”的赞誉。但随即2008

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

年的挫败，使他面对了投资业界及媒体最为严厉的责问，大众认为但斌机械地不减仓、对基本面发生变化的公司不灵敏或错误判断，是“伪巴菲特价值投资者”。尽管随后三年时间，但斌的马拉松基金表现堪称优秀，但业界仍对他诸多质疑。

在一次我与一帮专业投资者交流时，我提出，我对但斌观察了十余年，近五年更是因为杰出投资者项目与之近距离交流与访谈，我仍是坚定将其录入杰出华人投资者名单。有人赞同，有人怀疑，都很正常。我说，这五年来，尤其是2008年危机以来，但斌在进化、在进步。一般人看不到，但他的组合和业绩我能分析得到。我说，但斌是纯粹的价值投资者，他投资股票是靠企业的基本面成长、利润创新高来获取长期收益，而不主要是靠市场的波动来赢利，仅此一点，他不仅是巴菲特价值投资的最忠实理解并践行者，而且是目前中国形形色色的价值投资者中，几乎唯一的巴菲特的真正传人。

“价值投资是个筐，什么都可往里装”，用这句话来形容投资世界对格雷厄姆—巴菲特价值投资的解读，颇为无奈。作投资，当然要有价值才会投，如果这样理解，所有的投资都是价值投资。但事实上，由于对投资世界的理解不同，个人所处的历史时期、国家情况、社会环境不同，及大众共识与金融理论发展不同，价值投资策略就千差万别。巴菲特所代表的主体投资策略，就是只选择预期可长期稳定成长的一流的企业进行投资。与另一些用合适价格买成长（GARP）策略、困境投资策略、低市盈率或低估值投资策略等相比，巴菲特最大的特点就是只选择自己能看得懂、长期都能稳定成长、有“护城河”的一流企业，而绝不是二流企业。巴菲特乐意看到市场先生将他所选择的股票推到他认为透支过度的程度，并卖出；他也不过于害怕看到市场先生将他所选择的股票抛到剩下零头的情况，如果这个股票正是他想持仓或增仓的，他就会更乐意。这与一些投资者，买了一批所谓的价值股，等过几天卖掉，或在股市里反复做波段，是泾渭分明。

为了与形形色色的价值投资策略区分，我将我理解的巴菲特策略称为“古典企业价值投资主义”。但斌就是这一俱乐部的成员。要信奉这一点，不难；要研究巴菲特，中国研究得好的人也不少。但要信奉且身体力行，在我看了业内数百名基金经理，包括我们所访谈的杰出投资经理之后，目前我只看到但斌。

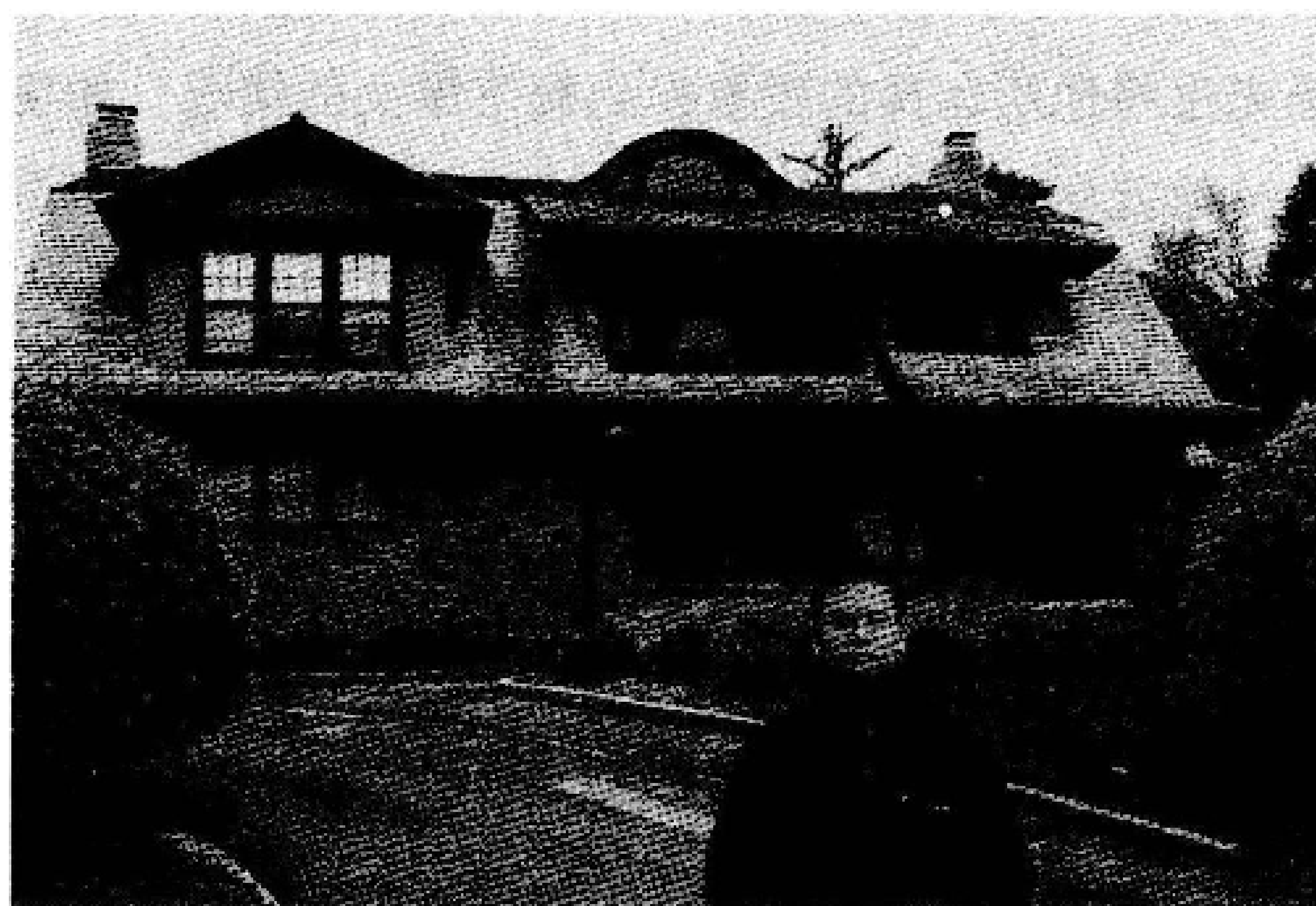
条条大路通罗马，投资理念策略没有优劣之分，只要它长期有效。仅以我们本书所收录的杰出华人投资者来讲，他们每个人的策略都不一样，每人对价值的理解也有差别，但他们都有一套在十数年间不断完善的核心策略。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

优秀策略是怎么练成的？答案在本书中的很多地方。

为什么但斌会成为巴菲特的传人、古典企业价值投资者？但斌怎样才说出了“价值投资不需要任何借口”？回看但斌当初热血青年的举动、始终保持的理想主义情怀、诗人般的激情、人文精神，可以得到一些答案。但斌的一些自己理解或演绎的句子，俨然成为杰出投资者的文摘：“优秀的企业像宝石一样珍贵。”“杰出的企业寥若晨星，我们希望所投资的企业像是皇冠上的明珠。”“以低价买一家逊色的企业对我来讲没有任何的吸引力。”“成为什么样的投资者？选择寓言中的兔子还是乌龟？这之中的答案是唯一的，没有第二种选择。”“要为长期而买进！时间是最有价值的资产，我们今天所买入的股票不仅仅属于我们自己，还是整个家族的。我们应该为我们的子孙担负起此刻的职责。”“我不是在与跑得比兔子还快的那些投资者赛跑，我是在孤独地与时间赛跑。”“一个和尚去面壁，一直坐在那里，10 年、20 年，他就成了高僧，可是有多少和尚成了高僧呢？打坐是多简单的一件事，但坚守下来又是那样困难。”……

同仁堂科技、贵州茅台、张裕、腾讯控股，但斌几年来选的就是那么几只股票。2008 年失利后，他检讨了对周期股，如同样是杰出企业的平安、招行、万科的投资。但斌的组合没几只股票，也没什么秘密，从来都容易复制。但有几个人像他一样坚守呢？有人说他买的股票我都买过，如果坚持下来能有平均 10 倍以上收益，但这种说法是自欺的，因为他们买过无数只股票。这两者理念完全不一样。这些年我深感作投资像兔子一样跑来跑去的人，一定会输给像乌龟一样稳步向前缓行的人。



>>>但斌参加伯克夏年会后在巴菲特房屋前留影

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

但斌新的办公室视野非常好。参观完办公室后，都这么熟了，又是对5年前访谈的跟踪访谈，好似不说什么都明白写什么了。但一坐下来，就不觉回想起十余年前，那时是在深圳中心区罗湖的某个餐馆，一群友人小酌几杯，畅谈股市家国事的少年事。思绪一下子蔓延开来。

>·——·<

从技术分析派到彻底价值投资

我总记得当时的情景，当时的但斌是技术大师，后来是价值投资坚守者，但始终都是文艺青年。每段都做得很绝对、彻底。

当时主要是以技术为主嘛！谈波浪，谈整个美国过去200年的历史，谈整个中国人的历史，等等，谈了很多。然后根据人类历史得出来中国是处在一个怎么样成长的阶段。如果把这种波浪理论放到一个很长期的历史来看，其实是很成立的。就是这样一个螺旋式上升的东西，然后也有很经典的图，其实也做了十几年了。

你1992年南下深圳，2002年左右出来做私募算比较早的，基本上你是业内比较完整地经历了过去几轮牛熊且还活跃在投资舞台的一个人？

总的来说，我们这一代人可能都是野蛮生长的。因为学的专业不是金融，成长的背景也不是像很多人从基金券商开始，做研究员，基金经理，最后自己下海。我们首先处于一个大时代的背景下，我是从社会最底层做起。我做过钳工，后来到深圳，然后去炒股，一个偶然的机遇就进入了这个行业。在早期投资的时候，环境都是粗放式的，当时也没有价值投资这一说，都是一些技术分析，甚至是一些坐庄啊，消息啊。在这样一个背景中，我遇到了一个领路人，陶永谊博士，他是社科院的经济学博士。当年我们俩关在一个房间里头。

实际上他现在也没有什么太大的名气。樊纲和左大培是他的师兄，他们跟从一个导师。他如果不出事的话，理论上要么是著名经济学家，要么就是部级、副部级的干部，因为他们所有的同学都是这样的人。他最新出版了一本书，据说是颠覆经济学理论的一本书。本来他在经济学上的建树应该比左大培和樊纲还要厉害。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

正好那个时候他在深圳，我就跟着他，很偶然地进入了这个行业。虽然可以说他是经济学家，但是他也是作技术分析的流派。我也是跟着他学技术分析。那几年像野岛、北岛，还有李东林等人，基本上还是以波浪理论技术分析来看这个市场。

在当时的历史时期可能这也是一个很有效的方法，因为都是属于在击鼓传花嘛！

因为当时主要的分析软件就是台湾的钱龙软件，它就是作技术分析的。当时台湾的散户也比较多，所谓蚂蚁雄兵嘛！这都是受它文化的影响！当时主要是以钱龙软件为基础作的技术分析、市场分析，等等。然后也没有什么特别的章法。有的人是被动地坚持，比如说万科股东刘元生，他是因为跟王石关系好，就坚持。主动地去寻找企业的长期增长这样一种投资方式当时还没有。实际上从投资的过程来说，1992~1995 年，基本上是这样一个情况。

我记得是 1996 年去的君安。1997 年、1998 年才有王明夫、杨俊提出来专注企业的这种投资方式。当时我还在营业部，王明夫在研究所。后来我 1998 年到了君安研究所，那个时候基本上就是基本分析了。君安研究所当时主要是以企业分析为主，我们做市场的只有四五个人，接触到了这个。从那个时候开始出现了像巴菲特价值投资的东西，后来经过几个研究所的大力推介，甚至身体力行去作企业研究，形成了后来成为主流的价值投资的流派。

你能不能把过去 20 年分成几段，你的经历其实就是中国证券市场的尤其是股市的经历，你可以把它划分成几个阶段，然后每一阶段你的感悟和成长在什么地方？

就我个人来说，1992 年、1993 年、1994 年，基本上就是一个个人炒股票的阶段，跟着陶博士。当时除了写市场分析以外，就是自己炒股票，然后一直到国债期货，炒完国债期货以后，1995 年、1996 年，一直到君安研究所，基本上是以技术分析为主，这样野蛮生长的一个阶段。

到了君安研究所以后，1998~2000 年，然后到大鹏，这是一个积累、酝酿、转变的阶段，然后 2002 年年底出来，2003 年就自己做。这个阶段基本上接受了价值投资。所以说 2002 年、2003 年那真是一个巨大的转折。如果从个人的成长来说，重大的转折就这两个，可简称为“前十年”和“后十年”。

在“前十年”中，经历了 1993 年、1994 年、1995 年这种熊市，也经历了 1996 年的牛市，之后的盘整，盘到了 2001 年。然后 2001~2005 年巨大的熊市过程当中，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

我们有一个重大的转折，从技术分析的流派真正转变到了以企业成长为主的流派，这是“后十年”，从2002年到现在。“前十年”和“后十年”，基本上重大的转折就在这里，包括2008年的修正。2008年虽然说对周期行业，我们有重新的评价，但是它只是在正确方向上的一个基础性的修正。价值投资策略本来也是一个不断完善和丰富的过程。

坚持价值投资，不需要任何借口

我觉得你最重要的一点，就是“理念先行”，对理念很坚持。始终坚持投资企业，靠企业来赚钱。这一点我觉得业内真正坚持的人其实是少之又少。

价值投资者的养成，是有过程的。巴菲特刚涉足股市时足足画了10年的图表，师从格雷厄姆后才真正转变成一名价值投资者。在基本面分析闻名于世的富达公司里，安东尼·波顿依然以股价走势图来辅助传统的基本面分析。

内地证券市场第一代投资人首先接触到的就是技术分析。这个转变我觉得需要契机。比如像做趋势的，作技术分析的，很容易犯一个毛病，就是看对了却没有赚到钱。怎么说呢？他判断出来的假设，自己并非那么确信，市场向相反方向发展时，他自己会觉得不确信而止损出局了。这样反复多次后，沉淀下来的人会思考价值投资。

你自己是怎样实现转变的？

对我而言，是在不断遭受挫折，反复学习、体会海外各种投资理念的过程中逐渐演变为一名价值投资者的。在投资结果上，我用技术分析没赚到钱，改用价值投资方法后赚到了很多钱，真正的转变是要靠理论与实践结合的。

1992年年底我开始接触股票市场，用自己的一点小钱炒股票。1993年2月，我进入深圳新兰德投资咨询公司培训部担任证券分析师从事技术分析。两年多后，加入朋友组建的深圳巨澜投资分析有限公司，任副总经理。之后进入君安证券，稍后到研究所当研究员。君安证券和国泰证券合并后，我又作了一年多研究。在证券公司、研究所的3年里，我学会从不一样的角度看企业，也就是基本面研究。在此期间，我获得过君安董事会办公室颁发的国泰君安证券投资研究奖励基金一等奖。对我而言，进入君安证券是一个很大的转折点，在那里我学会了基本面研究。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

离开国泰君安证券研究所后，我去了大鹏资产管理有限公司，出任首席投资经理。后来大鹏证券因坐庄等原因而倒闭，进一步印证了我的想法：不符合常识的事情必然会垮台。2002 年 12 月，我开始了自己的私募基金经理生涯。

2003 年的时候，我们投资港股，几只高建公路股票，还有同仁堂科技，都是基于企业的估值极便宜，以及它应该有什么样的一个回报。当初我们选择得并不是太好，当时我记得我也买了海螺水泥，每股 1.8 元买的，如果我持有到现在，那个回报是相当相当惊人的，但是当时赚了一点点钱就卖掉了，就是没有远见。当然那个高建公路股票可能更稳了，通常是赚到了这些钱。包括当时的搜狐、新浪、网易，网络股泡沫的时候，我也尝试着拿 100 万美元到香港去买股票，但是当时我没有那么多钱，就让一个朋友去买，香港基金公司的人说这些公司要破产的，于是就没买。但是回过头看，如果那 100 万美元真的打进去了，回报是很惊人的。就是这几件事触发了这样一个变化。实际上后来也证明了，我们 2003 年买贵州茅台，就是每股 23 块钱左右，拿到现在也是差不多 35 倍吧！腾讯也是，每股 13 块钱买进，到现在也是十几倍呀！包括张裕B，我从开始持续拿到现在，2003 年，2004 年拿到现在，那个回报也是相当惊人的。就是这种办法本身创造的财富实际上非常非常惊人，但是它需要时间。基本上说，这几件事情触发了一个转变。

你原来说过一句话：“坚持价值的投资，不需要任何借口。”能不能把你的体系给大家再介绍一下？

我的理解是这样，对于价值投资很多人注重是不是有中国特色，或者是有某个国家的特色。实际上就价值投资本身来说，我觉得它从逻辑的起点上是成立的，就是说价值投资本身是一个共鸣的东西。比如说茅台股份，上市时当年是 3.7 亿元的净利润，这几年是 80 亿元到 110 亿元的净利润，当一个企业的净利润从 3.7 亿元到 80 亿元到 100 亿元的时候，企业一定是发展壮大的，那么所有的参与者都是赢的，投资者赢，国家赢，老百姓赢，所有的人都是赢利的。这是价值投资的一个基石。

博弈呢？博弈是一个零和游戏，就跟澳门赌博一样。如果一个市场是博弈的市场，全世界允许它开得会很少，但是为什么所有的国家都想发展资本市场？重要的是它是共赢的东西，这也就是说实际上在任何一个国家，任何一个地区，投资好的企业，长期共赢，是符合逻辑的。它不仅符合美国的逻辑，也符合中国的逻辑，它是一个本源的问题。所以说你在美国坚持价值投资和在中国坚持价值投资，或者在巴西

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

坚持价值投资，它的逻辑起点是一样的。所以你应该坚持没有任何怀疑，对吧？

价值投资的根基在哪里？在它的哲学体系里面。为什么这种方法是成立的，就是因为它的哲学体系是成立的。这才是能保持你成功的根本啊！否则的话，就是偶然事件哪！成功也是偶然事件，不可复制，对吧？因为你的逻辑在，逻辑成立了。所以说在中国成立，在巴西成立，在南美成立，否则它不是普遍规律。

当然，一个国家、一个民族发展的历程和经历的曲折是不一样的。在中国我觉得更不应该有怀疑。因为中国人很勤劳，你在国外留过学，你去美国或者是去欧洲，他们 10 点钟上班，3 点钟下班，你说他们和中国人比能有竞争力吗？中国人工作 8 小时，十几小时，可以说中国人创造财富的愿望和想法近似于宗教。国外的人可能 10 点钟上班，3 点钟下班，然后去教堂或做一些其他的事情。但中国人不是，中国人除了上班时间，上班之外的时间还在想怎么挣钱，创造财富，中国这个国家完全是这样。而且在历史上也证明了，中国有记载的历史当中，90%的时间是全世界最大的经济体。这样一个民族，这么能够创造财富。像北宋，中国的国内生产总值占全世界 70%。这样一个勤劳、善于储蓄的民族，它集聚全世界的 20%、30%，甚至 50%的财富，在中国国土上，什么都是很可能的。因为中国每隔 100 年、200 年，就被战乱、动荡给打断了。假设中国像瑞士一样，500 年、1 000 年不打仗，那我们这个民族积累的财富，肯定占全世界相当大的比例。所以在这样一个国家里面，我们寄希望于未来，如果中国能够持续 500 年的和平发展时期，中国人集聚财富的数量应该是非常非常大的。

所以我觉得首先从逻辑来说，价值投资的方法就是一个本源的东西，另外你所在的国家又是一个勤劳的、善于集聚财富的国家，所以说在这样一个国家，坚持这样一种方法，看长期的未来，应该是没有问题的。只不过很多人怀疑中国能不能有 100 年、200 年的和平期，会不会被动乱打败，或者说打乱，所以这么多人移民。但是话说回来，比如说这 30 年改革开放，假设你是在 1987 年、1989 年、1991 年、1992 年，在任何一年你都会觉得中国要完蛋了。然后它走了 30 年，哦！中国有了这么一个成就。如果再过 30 年，再过 60 年，再过 100 年，回过头看，大家都会说："哦，应该是这样。"但是在当时每一年的坚持都并不容易。反正我个人的想法是这样："投资是比谁看得远，看得准，然后敢重仓，能坚持。"但是你为什么能够看得远？就像芒格推荐的《枪炮、病菌与钢铁》写的那样，为什么一个民族消亡，另外一个民族衰败了？所以我觉得假设是一个投资家的话，他对于国家或者民族未来的洞察

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

力，不应该亚于政治家。

比如在100年前，李鸿章说“中华民族面临着三千年未有之大变局”，它就衰败了100多年，他看对了。然而比李鸿章更伟大的一个人是拿破仑，他在200年前说过“中华民族像睡狮毅然崛起，让世界震惊”，今天中国人用30年的改革开放已经让世界震惊了。凭什么一个皇帝200年前说的话，它今天验证了？那是因为他看得比民众要远得多。“一般的政治家看地平线以外的世界，老百姓看脚底下的土地。”但作为一个政治家，像芒格、巴菲特这样的投资家，一定要思考很多很多东西。关于人类的未来、国家的未来和民族的未来，其实真正的投资家和政治家思考是一样的。我们的思考应该不亚于邓小平、江泽民、胡锦涛这样的领导人。唯有如此，才能够去穿越这种变化，看到更遥远的未来。所以说你如果有这样的洞察力，那么你在中国就应该坚持价值投资，没有理由不坚持。实际上它是一个思考导致的过程，是一个综合的东西。

专业投资人其实可以分为几类：第一是公募基金；第二个其实也是属于体制内的，叫做阳光私募基金；还有一类是只管非公开账户的职业投资者，他们比前两者更特立独行。大部分专业投资者，尤其是前两类，他们比较在乎客户的利益或感受，有时他们会说因为客户怎么样，所以我们没有这样做。

我觉得是这样的，绝大多数是没有坚定信仰的人。只有那些有坚强意志的人才能够按照自己的想法去做。因为我理解真的要作好投资的话，如果你迁就客户，你将一事无成。也许你是一个很聪明的人，很有智慧的人，但是如果你迁就客户，那就有很大的问题了。为什么那些伟大的投资家寥寥无几？很难想象巴菲特在投资的时候，一个客户告诉巴菲特你应该这样做，你应该那样做，我觉得这几乎是不成立的。如果巴菲特的客户告诉他这样做，他就这样做了，那就不会有巴菲特了。但是平庸的投资者很多，平庸的投资者说谁影响我了，他是在找借口。

别人让他做对的时候他就不说了。

对呀！完全取决你的内心的力量。你真正的成就，一定是源于自己内心的力量，这是毫无疑问的。当然你说听别人意见这是可以的，但是真正起作用的是你。就像前两天吃饭一个哥们儿说，哎呀，本来我想满仓的，就是那天大涨了，客户不让。那要是昨天大跌呢，今天也跌呢？那他不说了？所以我觉得这是有问题的。所有的

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

成败完全是个人的，不要找借口。

对，所以价值投资不需要任何借口，就是你选择一条道路。当然你如果做的是其他一种流派或策略，你是不是也没有借口呢？除非你没搞明白。

实际上任何一个流派都没有借口，哪怕作势头投资，你判断对就是对，错就是错，你别说别人如何影响你了，没有影响你。像索罗斯说他要去阻击英镑了，一个人说不行，他就不去阻击了吗？我觉得这个不成立。所有的流派，那些大师级的都是依靠自己，成功则矣，不成功那就是自己的问题。他没有第二条道路，只有那些软弱的人才会说，哎呀，本来我会成为亿万富翁的，我这块地没有拿住，如何如何。谁让你拿不住的，你卖给别人干吗？这么说是没有道理的。

价值投资应该是一个超越国度的评价体系。投资界总有各种借口：共同基金说资金的性质使我们作不到价值投资，私募基金会说受到客户的压力更大，因而无法坚持长期持有，但对我们而言，坚持价值投资是不需任何借口的。

守候时间的玫瑰

价值投资为什么要看得更长远？

假设你只判断是历史上的一个大泡沫，可能有些操作也没有问题。但一般人是在市场上频繁判断，频繁判断就会有错误，一会儿对，一会儿错，可能你的视野会越来越窄。这样导致了你在实践当中的财富并没有积累太多。但是价值投资不一样，价值投资是这样的，在你判断一个大方向以后，你买进一些东西，你坚持足够久的话，那是很大一笔财富了。真正的财富的积累是靠时间、靠耐力的。

用“龟兔赛跑”来概括我的投资心得非常恰当。以我的理解，兔子根本没有获胜的机会，因为投资是一项长期的事业，有句古话叫“千年的王八，万年的龟”，兔子跑得再快，也只能活几年，而乌龟可以爬一万年，考虑到时间因素，胜负自然分明。有一句古老的话语：要为长期而买进！时间是最有价值的资产，我们今天所买入的股票不仅属于我们自己，更是属于整个家族的，我们应该为子孙担负起此刻的责任。从哲学的角度讲，我们在生活中面临着许多抉择，有些抉择从一开始就必须明确——你要成为什么样的投资者？选择寓言中的兔子还是乌龟？答案是唯一的，没有第二种选择。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

市场情绪对长期企业价值投资的干扰非常大。因为它既然是股市，是交易的市场，就很容易受到人的情绪——疯狂毁灭、贪婪恐惧这样金融行为的影响，使有些人希望两头都做，既希望作价值投资，属于赚企业长期成长的钱，又希望能够把握住市场波动的钱。

这个我觉得很难，为什么？有个朋友说，他们本来说作长期的价值投资，但是价格波动，客户都忍受不了了。我说这跟他刚开始的目标有关，因为他既想做巴菲特，又想做索罗斯，这是不可调和的。假设你认为你是巴菲特，好，这个企业的股票你以每股 10 块钱买进来，那么跌到每股 5 块钱还应该买，对不对？但是索罗斯是因为跌到以每股 5 块钱才敢买，他是讲究时机的，对不对？这是没有办法调和的，所以这个时候客户又指责你，你说你能做到“巴菲特+索罗斯”，那为什么让你做索罗斯的时候你没有做到呢？其实这是做不到的，只能有一种选择。既能做到选择好的企业，又能做到时机选择，我觉得这个可能性不大。

另外还有一个就是真正大熊市的时候，你看那些真正的千里挑一的股票，它们从熊市当中已经是往上走了。这意味着什么呢？就是在大熊市当中你也应该买呀！根本就没有时机的问题，所以你如果说时机就肯定有问题了。

中国股市在 2001 年泡沫破灭后，发生了一些制度性变化，给你们价值投资者提供了较好的土壤。但中国股市从 2001 年一直到 2005 年，基本上是跌得挺惨的。2006 年、2007 年大牛市，接下来又是 2008 年大熊市，2009 年反弹后，又是 2010 年、2011 年调整市。这些时间，你的价值投资绩效是什么样的？

市场 2001~2005 年整体是负的，但是我们选择的那个组合，贵州茅台、云南白药、张裕、烟台万华，后来证明都是收益非常出色的。我们当时也用了一些财务数据，就是连续 3 年还是连续 5 年，净资产收益在 15%以上的，当时也就那么 10 个、20 个标的。你一挑就只那几个，然后做了一个组合。

当时主要还是这些企业成长性比较好。比方说贵州茅台股份每年的净利润都在逐年增长，3 亿多，5 亿元，7 亿元，8 亿元，10 亿元，它是这样走的。所以说 2003 年、2004 年、2005 年，那 3 年大势往下走，但是我们的回报还是相当相当惊人的。远远超出市场的情况，大势往下走，我们往上走，主要还是企业价值增长导致的一个结果。

烟台万华是 2001 年在 A 股高点时候上市的，然后股指跌到底下的时候它已经涨

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

了5倍了，到后来涨得更多了。

2003年、2004年、2005年、2006年、2007年，我们差不多就赚了16倍吧！当然2008年可能受到的损失比较大，差不多跌了一半。2008年的时候，我们的云南白药、张裕是换到了周期性行业里面，万科、招商银行那里面，那个损失是非常大的。主要是没有看清企业周期性本身，胜出和问题都在于企业。

你基本上反对做短线？

在过去的100年当中，美国市场的平均回报率是10.4%，其中5%是来自分红，4.8%是来自赢利的增长，只有0.6%是来自市盈率的变化，也就是股价的涨跌。可惜的是，绝大多数的投资者并不看重分红和企业内生性增长，他们盯住的是0.6%股价的波动，长期来看，这是没有价值的。因为短期的波动很快就会被长期的曲线抹平。

资本市场是非常慷慨的，但是它只给那些拥有智慧或善于利用别人智慧的人。有些投资者总是企图把别人口袋的钱赢到自己口袋里来，把股市看成是一个赌场；他们始终没看到，股票本身就能带来利润，这是一个正和博弈，而不是你死我活的零和博弈。零和博弈是一个低级循环。

真正的好企业是非卖品，但企业通常都有生命周期，在其经营开始转坏或者股价已经极度高估的情况下，需要卖出股票。如果股价略微有些溢价，我们不会卖出，因为用低价再买一家逊色的公司对我们而言没有吸引力。

好的企业像宝石一样珍贵

你怎么样来寻找企业的价值？现在很多人对价值投资都有不同的理解。你自己如何看待企业价值，或者说什么是你投资的原则？

长期稳定的经营历史，高度的竞争优势和壁垒，甚至是垄断型企业，最好是非政府管制型垄断；领导层必须诚信，专业、勤奋、战略正确，以股东利益为重；财务稳健，负债不高而净资产收益率高，自由现金流充裕；我们能够理解和把握的企业。

具体从数据上看待企业的价值，我觉得最重要的还是创造现金流的能力。不管怎么样，企业最终净利润是多少，创造多少的财富，这是最关键的。3亿的净利润和300亿的净利润，这就是一个差别。这是最根本的。至于这个企业怎么样能够完成这个过程，还靠什么方法，这个企业从3亿到300亿的过程当中，有没有风险？这是

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

我们要思考的，就是哪个企业能够更平稳地做到这一点，如果它是冒着很大的风险做，那也是有很大的问题的。如果像茅台这样的，它几乎没有太大风险地完成了这样一个过程，那就是一个好的投资对象。其他的都是外在的、衍生的东西，我们要思考什么样的商业模式能够让一个企业在相对稳健的环境下完成这样一个过程。比如说像现在碰到金融危机了，如果你是万科这样的企业，我听他们说万科最近发信托，17%、18%的固定回报都发不出，你说这么高的回报率，哪个行业能够长期保持？但是茅台能保持，茅台又不借钱，它没有负债。如果你是靠负债来的，也是有很大问题的。但是我觉得这个相对行业的选择都是属于次要的，重要的是一个企业怎么从 3 亿，在相对来说可控的情况下能达到 300 亿。到了 300 亿的时候，这个到底是值多少钱，这是一个关键点。所以说其他的就是“护城河”或者是“商业壁垒”。一个企业从 3 亿到 300 亿这个过程当中，肯定有它财物吻合的东西。一般类似这样的企业，净资产收益率都非常高，包括可口可乐。一般是毛利率高（70%、80%）的企业，比较容易导致这样的结果。

你刚才也说到整个社会本身要创造财富，那么社会的主要贡献者就是优秀的企业嘛！你说好的企业像宝石一样珍贵，尤其是在最近宝石很值钱的情况下，是否给我们多讲一点。

几乎跟所有社会现象一样，就是“二八原则”，好的一定是少数的。好比穷人和富人，穷人一定是占大多数的，富人一定是少数的。企业也一样，真正的好企业，那一定是少数的。能够像吸金石一样的企业，是要很多条件都满足的情况下，才会出现一个，这种企业一定是少数。所以说如果真的找到这种企业，那就是皇冠上的明珠一样的企业，要非常非常珍惜它。很多人得到了这个东西，可能很快就扔掉它了，或者再换。他找到了这个东西后总想着还有没有更好的，又去找一个。这就像狗熊掰玉米一样，掰一个丢一个，掰一个丢一个，实际上掰到最后就什么都没有了，还不如开始掰的那一个拿到现在。

那天一个投资者朋友开玩笑说，你说投资简单不简单？如果早进去投资，打个比方说，你就买个贵州茅台，买个中华香烟（假设上市），买个云南白药，再买个张裕什么的，就搞定了。这个组合，你拿一辈子，有什么风险？在香港，你比如说腾讯控股拿一个，淘宝拿一个（假设它是整体上市的话），再拿一个百度，持有 20 年、30 年，也挺好的，是吧？你要说把腾讯控股卖掉，再想找第二个，那可难了。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

你的投资范围还是挺广的。烟台万华是一个有独特技术的化工企业，到后来云南白药、茅台，是消费品，后来到腾讯、百度等新兴企业，这种跨度还是很大的，你是怎么找这些宝石的?

我们公司最早的名字也跟我们早期投资的盐田港有关系。我们原来的一个主线就是垄断，不管是自然垄断，还是长期的文化生活当中形成的企业的经营垄断。港口这种天然的良港，它是垄断的。茅台是属于用 1 000 年的岁月积累起来的垄断的东西。像白药当然也是独特的、垄断的。烟台万华的产品全球只有几家能生产，它是中国唯一的一家，它也是垄断的。只是它垄断的壁垒没有像茅台或者港口那么强而已。日本、美国、德国、中国，就这几家能生产。然后产品又从 1 万吨到 80 万吨，未来要到 120 万吨，这个企业也是高增长的。像腾讯,5 亿客户，这个平台是垄断的。实际上我们基本上围绕商业壁垒来选择投资标的。

当然这个过程当中也有问题。比如招行和万科，这些后来我们反省出错，就是因为虽然银行是有壁垒的，但是它那个壁垒，没有一家占到了绝对优势。当然与宏观经济周期波动又直接相关。酒可不一样，茅台基本上是高端酒垄断了，茅台、五粮液，是吧？就说这个垄断的力度不一样，它整个的逻辑还是围绕着商业模式这个壁垒来选择。

你好像对一个企业的净资产回报率这个指标特别关注?

那当然了，这是最关键的，这是企业赢利能力的体现哪！特别是没有负债的，没有负债的净资产回报率更重要，像招行和万科，它是负债的。负债的碰到经济萧条、经济危机的时候就有很大的风险。但是很多高毛利的企业，基本上都是没有负债的，大把的现金，那才是创造的价值，真金白银的。有风险就是市场波动的风险，比如像今天茅台跌一跌，说跌到 190 元了，这也无所谓。但是你要说茅台外面借了 100 亿，碰到现在利率高企时期，那可惨了！哇！ 100 亿，光利息就有多少，你想想万一还不出来钱，银行又逼债，就倒了。

对管理层的判断是不是也是你很重要的一个标准?

实际上真正好的投资，我认为还是像巴菲特说的，是投傻瓜都能经营的企业，就是说你不需要担心管理层的这种风险，这才是最好的投资。当然，如果有一个好的团队，它能让企业好上加好。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

你很早就投资同仁堂，其实它就是始终从体制上没有理得非常顺。茅台中间也一度产生过一些经营问题，在乔红那一段时间茅台整个几年都没有增长。这种时候你们怎么坚持的呢？

首先我还是强调一点，就是真正好的企业是傻瓜都能经营好的企业。如果有好的管理层，就更完美了。

当时去茅台时，接待我们的是季克良（原茅台集团董事长），一位非常慈祥的老人，出身江苏的酿酒世家，后来去了茅台，在茅台干了一辈子。他给我的第一感觉是一个非常好的人，值得信赖。

茅台的其他管理层也很有眼光，股份公司的董事长袁仁国写过很多文章，比如《茅台品牌的传统继承与价值创新》，这篇文章让人感到袁仁国的境界非常高，其对企业发展观的阐述非常符合我们对好企业的看法。茅台是民族品牌，如果一个人不是德才兼备，很难做到高管位置。

真正的好企业需要一个好的经营者，带领一个好的管理团队，具备传承能力，当然还需要身处有前途的行业。具备了这些条件，企业将创造伟大的事业。

茅台事件不去评价，乔红实际上也作了很大的贡献，包括老酒，15 年的，具体不知道是不是他负责的，但是至少是在这个阶段出来的。原来我们喝的酒没有 15 年、30 年、50 年、80 年的，他把 53 度的酒给分段了，现在老酒的利润已经跟 53 度酒的利润差不多了。他用 1 000 吨有可能赚出来 1 万吨的利润。这到底是谁弄出来的，反正至少是在乔红那个时代出来的，当然也有可能是袁仁国的贡献。

国家重点国有企业，这种企业不管它怎样变化，即使它内部有斗争，或者有些短期波折，这都不影响，都不重要。重要的是中国人的财富积累到一个程度，就是需要这种高档的消费品。

最近媒体又爆出当年万国博览会的奖不是茅台得的，而是汾酒得的。

这个不重要，这个东西它已经积累到一定的程度了。

就像一个人他以前是小瘪三，但是现在已经是董事长了。

对，你说这个董事长小学的时候是怎么怎么样，没有用。你的工艺已经决定了，汾酒的工艺是 28 天出酒， 5 年出酒肯定比 28 天、一个月出酒的要贵重得多，对不对？你懂工艺你就知道了。你说你喝酒是喝 5 年出厂的酒，还是喝 28 天出来的酒？

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

汾酒这种酒是可以无限地卖的，你只要愿意，它28天就出来了。茅台可不一样啊！茅台的一个酒窖，都要投差不多七八亿，十亿，来做1 000、2 000吨的酒，完全不一样。所以说它出事不出事都不是大问题。当然你说充分竞争的行业，比如说像万科和招行，领导可太关键了。它跟这个行业的壁垒完全不一样。假设中国有再保险公司的话，再保险公司和普通的人寿公司那就不一样了。再保险公司可能就这一家，对不对？它就是老大，你说换张三，再换个王麻子去干，差不多，只是有好坏之分。但是平安没马明哲，肯定没有现在的平安，性质完全不一样。

像宝石一样的企业，企业或企业家有什么特质？

企业如人，个人的优秀品质，比如天真、质朴、待人真诚也应是好企业所具备的。好的企业必须拥有一些质朴的东西，一些理想主义的东西；相反，老谋深算的企业总存在着问题。所谓天真和质朴就体现了企业的透明度，好的企业不怕给大家看，不好的企业则惧怕透明。

从君安证券到大鹏证券，倒下的原因不一，但带来的震撼是相同的。君安证券那么好的公司在一夜之间突然倒下，带给我的震撼非常大。有了这些经历，我感到伟大的公司不能只关注自己的经营能力，还必须具备社会良心、开放、谦逊、负责任等品质。

选宝石一样的企业，还有坚持持有，哪一个更重要？是你去选择行业、企业以及企业家的能力重要，还是你坚持住、抱住它更重要？

我觉得首先是定性的。就是好的商业模式和有前景的公司，这个是更关键的。有了这个东西以后，才有了坚持，否则你坚持没用的。

有人抱着中石油一直坚持到现在。

那肯定就麻烦了。中石油我们也买过。你要坚持就有问题了，包括我们原来也买过深南电，当时深南电的净资产收益率都非常非常高。然后它是用重油的，因为重油的成本很低，当时每股1块多的净利润，后来石油一涨价它就完蛋了，如果你坚持这个错误的方向，你肯定就崩了。首先是定性，这个企业一定要有远大的方向，否则你坚持就是亏损得很厉害，那可能就是清盘了。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

投资者应该比一般人看得更久远

你喜欢看未来，对中国长期前景，还有股市的整个前景怎么看?

中国的A股虽然从2001年跌到2005年，从2 200点跌到1 000点，但是坚持价值投资的人还是赚到钱了，并且随后在2006年、2007年的牛市里面，赚了很多很多钱。经历2008年，到现在，股市已经不是齐涨齐跌的了，大概有5%~10%的股票创历史新高了。但是就是有很多股票在低位，整个指数也是在历史相对的一个低位。我们处在一个价值投资初尝甜头的时候。

长远看未来，我是比较乐观的。因为我觉得下一步还要有一个更大的牛市。比2006年、2007年要大得多，但是它可能是慢牛。当然，伴随着也可能是中国更加开放，比如说人民币能够自由兑换；比如说中国对内对外都开放，国内比如说像户籍制度的变革、土地的私有化，能最终落实。如果说土地都分到农民手里，那一下会积累出很大的财富，可能会给中国带来一次革命性的变革、发展，那么中国城市化的进程可能会由此急速加快。当然它可能是一个综合的变革，当然我们也希望中国能出现像彼得大帝这样的领导人，给中国带来真正的、更现代、更文明的变革。

这个当然是大牛市的基础。但是即便没有这些，我觉得只要人民币能够自由兑换，中国变成一个世界的市场，中国A股变成世界的市场，就足以有一波比较大的、持续的行情，而且再过10年左右，中国的经济规模可能会成为全世界最大的。再加上人民币的自由兑换，我想这是下一步再大牛市的一个基础。所以说再看未来10~15年的时候，我还是非常乐观的。

股市的未来还是取决于基本的经济，中国在全球份额的上升，以及中国企业能够在全球竞争力的提升?

还有中国领导人的智慧、胸怀和远见。

领导人解放思想的能力。

能不能在邓小平的基础上，给中国带来一个更高的发展。当然也不排除，往回走。当然我们希望不要出现这种情况。但是我自己的一个基本想法是，中国发展到今天了，应该没有任何一个力量能够阻挡中国人追求幸福和财富的脚步与愿望。所以我觉得应该是不会有什么大的问题。所以我对未来10~15年的时间还是非常看好的。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

唯一担忧的就是，中国改革开放的道路不要被中断，或者走回头路。所以这也是为什么我每次经过邓小平“坚持党的基本路线一百年不动摇”大牌子底下要写微博的原因，每次去了之后我都写一个微博，用不同的方式强调一下。政治基础实际上是投资的基石。

对中国命运关心的人都是抱着同样的希望，因为其实不管何种政体，领导人是很重要的，领导人的选择就代表了人民的福祉。

对，对。

比较中观一点呢？前两天有人对深交所新大楼作评价，说是黄昏之星。我的点评是中国股市，涨到 6 000 点、跌到 1 600 点，未来可能在 1 600 点到 3 000 多点这个位置之间长期地振荡。如果是这样的情况，对价值投资者来讲是一个好事情，是不是？

实际上对于价值投资来说，没有市场不能适用。比如巴菲特投资在 1964~1981 年，17 年的时间不涨，17 年指数就涨了一个点，那巴菲特不是每年赚钱，活得很好吗？日本衰退了 20 年，那不也一样出了像丰田等一些很好的企业吗？股市指数应该不是困扰，这些反而可能对势头投资会有困扰，因为它是根据市场涨跌来买卖的。那对于我们来说，什么时候发行好股票，就买了。熊市买得更便宜。

你的理念和策略是如此绝对、纯粹，我能理解，但你的客户或伙伴能始终接受并支持你吗？你有没有曲高和寡之感？

也有，我与原来的伙伴现正式分开了。

还是一个历史的必然？会不会是你的理念经过了这么长时间没有得到上下的一致认同？一起的朋友，最后大家会选择不同的投资方向，也很正常。

我们分开主要还是因为……怎么说呢？公司发展方向吧，因为钟总希望做规模，而我们这边是希望走内生性增长的道路。也即我们希望做一个专业公司，他希望做一个平台型公司，最后投票表决的结果是绝大多数股东赞成走专业化的道路。于是我们就继续经营这个公司，而他再出来成立一个新的公司。他们今年没有派人去巴菲特的公司。我觉得改变也很正常，没有对错。对公司的发展而言，也许他以后做

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

到一万亿的规模，我们还是 100 亿，那我也认了。

但你就是你，对吧？

是。

投资理念的分道扬镳，还是让人惋惜。有人就把公募、私募和职业投资者区分开来。私募如果做体系化，那就是私募和现在的公募其实无非是股东不一样而已，因为他做的事情还是一样的。职业投资者道路不一样，你现在更像一个职业投资者，你希望给客户贡献你的理念。

创造价值，主要是创造价值。我觉得这才是投资公司生存的唯一理由，甚至到时候是封闭的，比如说我到了一定的规模，就封闭，新客户我不要了，不接收，这就是我们的方式。“所有的人都来吧”这种方式，我不太认同。

就是对你来说，规模不是很重要。

一点儿也不重要。

你也不愿意做成多样的策略是吧？

对，我们没有这个想法。投资公司有两种商业模式，一种是平台型的，走规模扩张的道路；一种就是专业投资。我们的想法就是走专业投资的道路，实际上规模本身对我们来说都不是问题。

因为有这样一个强大的理念，也有过去很多成功的经验，所以你希望你的客户也看得很长，看得跟你一样长，希望客户能够作一个长期的、就像专家一样感觉的财富管理。

实际上我觉得，什么样的人吸引什么样的客户。而且不是所有钱都能赚的，包括我们在股票上，我们只赚我们应该赚的钱，就是有些钱能赚，有些不能赚，能赚也不要赚。当然对客户也是一样的，有些客户是你的客户，不是你的客户就不是你的客户，你只需要和认同你的人在一起，因为这个世界非常非常大，这就是为什么我们愿意走内生增长的道路。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

古典企业价值投资主义

你是什么时候开始接触巴菲特的?

本杰明·格雷厄姆、沃伦·巴菲特和菲利普·费雪等投资大师的思想是我取之不尽的源泉，他们都把研究企业作为投资的出发点。有所不同的是，格雷厄姆的价值概念和费雪的成长概念是价值投资的基石，巴菲特是价值投资最坚定的执行者，他承袭了前两位的理论，又把它们有机地融合并发扬光大。巴菲特还拥有超越世人的眼光，能在困境中看出前途所在。

巴菲特的投资方法很简单，但是巴菲特的精神、境界、修养，一般人很难学到，巴菲特的财富观也很难为常人所理解。就投资方法而言，巴菲特达到了极致。

我以前举过一个例子，一个人醒来后发现自己拥有了巴菲特的财富，他会怎么想？绝大多数人肯定是以为老子天下第一，走路都可以横着走。但是巴菲特可能只是觉得：上帝假借我的头脑完成我应该完成的事情，荣耀是上帝的，财富是社会的。于是他又把财富交还给社会。只有这样的人，上帝才可能把足够多的财富交给他来管理。我达不到他的高度，但我会努力接近。

我们最多只是复制巴菲特的以公司价值为投资核心的投研方法。

综上对你的投资哲学体系的梳理，我可以说，中国市场上很少有人像你这样真正相信并执行靠企业价值增长来赚钱。价值投资有不同的流派或细分策略，这是所谓的价值区分。我把你定义为古典价值投资主义者，即巴菲特思想的真正传人。

我还当不上杰出投资者。

2008 年不管怎么说，对你来讲，从外人来看是一个很大的事件。2008 年因为你固执坚守，你的业绩出现了很大的下跌，甚至一度跌幅超过市场。那么这种情况下，面对客户对你的压力，包括外界对你的压力，你是怎么走过来的？你学到了什么？哪些东西使你更坚定?

实际上对我来说，可能了解我人生经历的人会知道，相比这种磨难，更年轻的时候经历的那种岁月，可能比这个更艰难。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

年轻的时候经历过什么?

比如说被关起来呀！关了有五六个月。因为你经历过生死考验这种岁月，像投资这种磨难，实际上没有外界人想象的那么大。但是如果没有那样一个选择，可能也就没有我今天的这种生活，可能我就是一个老师。

当时在体校是吗?

对，我在河南大学体育系。所以说像我们这一代人，经历过这些东西，对人生命运会更坚强了吧！更坚苦、更难的岁月都经历过了，这种人生磨难不会是什么大的困扰，重要的是你的信念在哪，你的理想在哪里，你是否为了理想去付诸行动。投资也一样，就是我们坚信这种办法是可行的，比如说在2008年，我们反思的是茅台能不能回来，白药能不能回来，万科能不能回来，招商银行能不能回来，反思的结果是茅台是一定能回来的，万科和招行这种商业模式是不是有问题。

还是反思企业持续创造价值的能力。

对，就是这种方法我们从来没有怀疑过，很多人经历过2008年就变了。对于具体的企业我们是有学习的。我觉得人是这样的，你经历过一次挫折以后，不要让这一次的挫折白白经历，不要下次还是失败，应该要让它变成财富。

就是经历要变成经验。

要变成经验和财富。

你要是不断地犯同样的错误，那就完蛋了。对我们来说，我们犯过的错误就不再犯了，我们是修正派。就是坚持正确的，并修正错误的或是有些地方不完善的。我们是这样一个过程。就像年轻的时候，你所坚持的这种理想和信念，你去为它付出了，但是这种基本的信念还是在的，这是没有动摇的。

投资两个企业的股票，一只是从每股5块钱变成每股10块钱，你把它卖了，最后它又跌到了每股2块钱，并且回不去了；另一只是你从每股5块钱买它可能跌到了每股2块钱，最后又回了每股10块钱。这二者你更欣赏后者?

是这样的，两者选择的逻辑起点是不一样的。前者你的逻辑还是做差价，因为可能是股市涨了，你的投资收益了，但最后企业业绩下降了，所以股价回不去了；

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

后者则是股市跌了，你选的股票也跌了，但最后它还是涨了，并创出了新高，这是企业价值成长赚的钱。

这样的企业股票，有可能每股 10 块钱卖了以后，它又涨到了每股 20。如果你每次都是这样子选择的话，那你这个投资就会永远好下去。你要是每股 5 块钱买的，每股 10 块钱卖掉了，又跌回来了，你很高兴，但那是错的。

总而言之，你希望企业创造利润现金流的能力，或者说企业业绩始终是往上的，或者是螺旋式往上涨的？

对，往上涨。

最好是比较稳定地往上，如消费服务行业？

对。

如果一个企业的股票今年是赚 10 块钱，明年赚 8 块钱，后年赚 20 块钱，这种并不是你的标的。

对。

一般人觉得价值投资就是这个企业股价比较低，然后就买了，到时候就把它卖了。卖了以后，比如说跌多了，他又买回来了。还有人以合理价格投资企业，从而组合股票非常多。

我们主观上不赚市场的钱，对二流企业也没兴趣。当然，反转型投资也是可以投的。

但是反转型的逻辑就是你要从开始就认定反转型的定义。如果你选择长期的东西，但是你总是选择反转，那肯定是反转弄你了。你即便赚到钱了也是有问题的。如果总是以反转去作长期投资，那肯定就有问题了。

现在很多人作价值投资是怎么做呢？对它未来并不是很看好，认为它很便宜，然后就作一个价值的交易。

那样说的话也叫价值投资，但是不是属于你这一派的。你是跟他有区分的。你的价值投资体系，自然并不需要频繁交易。

对。交易可以作，但是你要想清楚，这个交易开始的时候你是怎么想的。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

你的团队理念完全一致吗？挑选好的研究员或者是投资经理，你最看重他什么？

我觉得除了他的专业知识以外，主要还是洞察力。

你已经形成了一套非常成熟的理念，然后坚持去运作，这样一个方法，你需要很大一个团队吗？

目前这个团队已经足够了。当然有更优秀的人来补充，那是更好的。因为对于我们来说也是分享的，实际上我们这个团队的骨干全都有股份。

你们现在有多少人？

我们有 10 个人，核心投研人员是 5 个人。

成功者是内心力量强大的人

你还是个活跃的社会生活参与者，比如写书，写博客，参加聚会。现在微博粉丝有多少个？

135 万吧！

100 多万？应该赶上明星级的人物了。你觉得是不是就是因为你在作这种很长的投资，所以反而换手率很低，你有足够的时间去参与社会生活，了解社会生活，那么你能否说一下你的生活方式？

其实我那个博客和微博，都是学习的工具。我把微博当做记录生活与学习的工具，从来没想吸引很多人关注。因为对于我来说，像记日记一样，有人记一天，有人记一周，有人记一个月，有人记一年。我原来的想法是记一辈子，就像蒋介石一样，军务再繁忙，斗争再激烈，也坚持写了一生。实际上我也是这样，我有一个想法，首先是把我自己的生活和想法作一个记录，如果我只是放在自己电脑里，我怕丢，因为我电脑经常坏。而如果我放在博客里面，它像一个云端一样，永远丢不了。这是一个原因。

还有一个原因是，看到好东西，放在那上面永远丢不了。而且它有搜索的功能，比如说老严你几篇文章，假设我看到好的，我放上去了，我点你的名字，一检索，你的文章马上就出来了，我就可以再学习了。但是我要是放在我的电脑里就很容易

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

丢，所以我是把它当成一个记录生活和学习的工具。微博也一样，我转的比自己写的多得多，我写的才 1 000 多条，但是我转的有一万多条，我是把它当成学习的工具来用。他们很多人说，你转太多了。我说你把我删掉不就完了吗？就跟投资一样，我只能按照我的本性为之。

有人认为作投资，就是要每天趴在屋里面，认真读报告，读大量的报告，这是一种方式了。像你参与了比较多的社会生活，有人认为你在乎明星的感觉，其实这是不是也是一种学习方式，或者是一种拓展自己思维边界的方式？

是这样的，每个人获取的知识不一样，获取知识的方式也不一样。因为我涉猎的范围比较广，兴趣比较广，政治、经济、文化等很多方面，我都感兴趣，我愿意广泛地涉猎，而且我觉得一个国家的进步和各个方面都有关，它不是一方面的，而是各个方面的。所以我觉得就我本人来说这是一个获得知识甚至是改善自己知识的很重要的工具。

当然，投资毕竟还有一个团队，像我们这儿的几个小伙子每年仅年报都要看几千份，而且他们的专业能力非常非常强。我想有这么好的助手，已经可以了。我是一个综合的人才了，当然也应该努力，但是毕竟人的兴趣点和出发点不一样。

你的交流圈子很广吧？

交流多了来源就会有很多。我喜欢看常识以及经济类、非经济类的杂志和报刊，与投资行业、其他行业的专业人员交流，他们都可能给我以启发。我们并不是争取抓住所有的机会，而是把握能够把握的机会，这需要敞开心扉去倾听，观察社会和人群的变化，而不是固执己见。

我不会去讨论当前的热点板块，因为我的投资将持有足够长的时间，买得比人家早或者晚一点，根本不是决定结果的因素。例如，我投资腾讯控股就是在好几年前观察到，尽管女儿还很小，但已经开始频繁使用互联网，个别朋友已经把QQ号印制在名片上。这使我去关注互联网公司、年轻人的生活方式。

你相较其他投资者较为高调，较为贴近政治思想。

我想得很实际。我们要反思年轻时用青春用热血去追求的是什么，不就是希望中国更加美好吗！我们这代人都有这种信念，而且不会随着岁月的流逝而磨灭。这

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

样的信念支撑着中国的进步，没有中国的进步，我可能还在经历磨难，我的青春、爱情、家庭和健康等不就都没有了么。我现在还在想，如果中国没有进步，我怎么能有今天的这些呢？所以我带着感恩看待中国的进步，有时候看着万家灯火，眼泪就止不住流了下来。

富国的窦玉明总经理是一个很长时间的投资者，他说过一句话，不知道是不是他原创的，他说投资是学会的，不是教会的。即使你把巴菲特的信一年一年地翻出来，能改变投资界什么呢？

所以我觉得事业的成就源自内在的力量。所有的事业都是内在的，这就是内心的力量。这个完全不是外面的人可以给你的。要从知识来说，我们公司的小伙子基本上都是名牌大学毕业的，知识是足够的，但思维是不是更深邃，更深远，那是另外的东西。跟知识结构有关系，但是没有绝对的关系。

投资者彼此的知识结构相差不多，差别只在于个人的性格。每个人所经历的生活苦难和挫折，所受到的教育和教训都是一笔笔丰富的阅历，这些阅历最终会凝结到性格上，成为个人的财富。比如我的一个朋友先买了贵州茅台，结果赚了一点点钱就跑掉了。后来他买东阿阿胶，听说当地原料出了点问题，又赶紧卖出去。类似的操作还有不少，这完全是他过于敏感的性格所致。

拍电影《非诚勿扰》的导演冯小刚学历不高，但扛起摄像机就带来了不一样的东西。你看人家写的微博多有力量！你能感受得到。任志强也一样，包括潘石屹，王石的内心也很有力量。学都在于自己，教是不可能教会的。

如何形成内在的力量？有什么促发因素让你变成现在这个样子的？每个人除先天条件外，还有自己家庭背景，后天可能有导师。你什么时候感觉到自己除了是个投资人，还有很多内心的力量，这个东西是怎么样形成的？

我觉得很多东西是天赋，天生的。像我们那个时代，我们的同龄人，基本上还是有五四青年那种希望能改变国家的想法。在读书时代，这种精神就会潜移默化地影响你的价值观、人生观，这个东西我觉得是很难主观形成的。你看现在的小伙子，学习可能很好，但是他的人生理想和境界上不去，他没有目标去做一个伟大的人。他只是找一个工作，打一份好工，这样一生就过去了。

那个时代我们至少还有一个改变国家这样的想法，有了这样的想法以后，你的

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

进取心、动力是完全不一样的。我们为什么说江姐那么坚强，钉竹签都宁死不屈？你看现在有多少人宁死不屈呢？我想也许当时就叛变了。

就是因为江姐有信念，有理想。我觉得我们这一代人的成长，当然是要有意地去接受这些东西，一个是改变国家这样一种想法，另外正好在读书的时代，又受到了人文思潮的冲击，像1986年的反资产阶级自由化。你看那几年的学生时代，各种各样的思潮、各种各样的学说百花齐放，让青年人去选择。

当时是保守势力在批判这些进步思想是资产阶级自由化的嘛！

当时实际上我本人是主动去接受这些东西，所以这样就形成了一些基本的价值观、人生观和看法。这些东西，再加上自己经受的一些岁月的磨砺，可能让我看得更坚定却又更淡然。我举个很简单的例子，比如说原来在里面关着的时候，我唯一的想法就是，如果能够出来，能够自由生活，有烧鸡吃，那就是太好的生活了。

现在你觉得你自由了吗？经济之外，思想上？

思想上肯定是自由的，生活在某种意义上说也是自由的。另外我现在的人生远远超出我曾经的设计了。

当时把我押到北京的时候，我关在那个分局里，他们到公安局说，这小子20年出不来了！我关在里面的时候，他给我们算刑期，极端点，假设25年的话，那我现在还在里面呢！就是个老头了，家破人亡了，肯定是这样的。那这一生也是一生啊。可能我现在还在新疆劳改，头发肯定全部花白了，背都弯了。

对，我注意到了，你确实是挺自由的，现在头发还很黑的。

完全不一样的人生。所以对我来说，完全超出我想象了，当然也感谢这个时代，也感谢这个国家。任何一个时代，都会有有思想的人，这个时代还是给了你很多机会。

一些很好的企业家，他们首先做到成功，给社会创造价值了，然后大家就会从他的身上吸取到精神营养。但目前社会上很多人包括成年人还是“愤青”，自己啥都没有，一天到晚很气愤，吵着社会要进步。

年轻的时候还是要有些理想奋斗的精神，否则，浑浑噩噩一生就过去了。年轻人都没有梦想的话，可悲。但是如果到了一定年龄还是愤青，那就有问题了，要么

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

是神经病，要么是生活遇到了挫折不敢面对。总的来说，还是感谢生活，感谢时代，不抱怨。很多人说这个那个，反正我不抱怨。如果我做事不成功的话，我只能追求我自己内心的东西。

过去5年时间，你自己哪些方面有所提高？不论是从你对社会的理解，对投资的理解，还有自己有些什么样的感悟？5年时间，人生的黄金时间没有几个5年，而且刚刚在过去10年时间，你才真正找到了你自己的理念。

实际上我这个人是属于深思熟虑后选择道路的人，但是一旦选择，就轻易不会改变。所以说你问这5年有没有什么变化，我可以说，基本的逻辑没有变化。因为既然我选择这条路，肯定是深思熟虑的，不会说因为是2008年，或者是经历了怎样一个变化，基本的东西就完全大变了，完全改变是不可能的。

至于2008年以后，包括现在，我们在具体的选择上实际上有很多的改进，有非常大的改进。这个方向上我们有很大的改观，但基本的东西没有变，而且我相信，未来改变的概率也很小。

这些年你觉得咱们投资界有些什么样的变化，或者是中国股市的结构方面有什么变化？

因为中国过去20年的股市交易文化、交易思想，绝大多数还是建立在需求大于供给这样一个背景下的。未来20年，我觉得这个可能会改变。当然文化是很难改变的，但是我觉得是有可能改变的，因为毕竟已经全球化了，包括这两年市场这么不好，还有全世界最大的IPO这样一个规模在发行。2012年起，创业板、中小板很多的原始股都可以解冻。中国真正进入全流通时代，而且进入了产业资本和金融资本搏杀的时代，所以我觉得它的交易文化可能会有重大的改变。

当然对于价值投资者来说，他看的永远是基于企业的竞争力，所以这倒不是个大问题。但是整个交易文化可能会发生深刻的改变。当然我希望政策能够沿着成功市场的规律，往蓝筹企业、真正创造价值的企业，往这个方面放一些资源，能够引入这个方向，可能是一个更好的选择。

至于市场参与者，这几年的情况也是，无论是公募还是私募，价值投资的声音都已经很微弱了，本来是应该他们去举着这个大旗的。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

你觉得是体制的原因？为什么会形成这样的群体选择？

一个是投资经理急功近利的原因，另外也有一个股东的背景原因，你想做长远，股东又要求眼前。眼前最好的就是一个热点到一个热点，那不是最快的吗？这就导致短期化了。只有像我们这样的企业，企业是自己的，我们着眼长远，才能真正找到长远。如果企业都是别人的，你只是一个基金经理，一个代理人，很难做到长远。比如说我要想很远的事，我要长期持有，可老板说你今年就要给我弄出来东西，就会导致这种结果。

现在我们教育小孩的理念好像也有问题。这 5 年时间整个社会越来越注重金钱，对子女教育的标准，学习都要第一名、前几名，跟基金业一样的，这是一种什么社会心理范式？

排名是社会规则之一，但是要正确认识它，比如说有些杰出的投资人，如巴菲特，他长期来说是杰出的，短期来说不一定是。他当年从来都不是第一、第二的。

社会以财富衡量这很正常，现在已经是进步很多了。从一个完全的、集权的权力，到另外一个角度用财富来评价。当然如果进步到更下一个阶段，那可能还是更文明阶段。你像台湾这种社会，“官不聊生”了，那个时代就是更好的时代了，都不愿意去当官了，当官的被老百姓折磨得受不了。

最近在看什么书啊？因为你看书看得很多，对宗教、对人文各方面都有很多理解。

文艺复兴和启蒙时期一些名家的作品，美国联邦党人文集以及一些著名的小说。启蒙时期的作品对我的影响很大，我小时候有上战场当英雄的想法，但到大学里，在接触了卢梭、伏尔泰等人的作品后，这个想法就改变了。现在，每当生活或投资缺乏灵感时，我就去翻阅这些书，它们是帮助我找到灵感的钥匙。我越发感觉到这些书里的价值观和价值投资理念有很多相通之处，价值投资理念蕴涵了丰富的人文精神。我为什么要讲人类经历了这么多挫折和苦难，因为我一直在用人文精神与人文关怀去观察和思考它们，然后把投资贯穿到人类历史中。

《圣经》、《进化论》、《论人类不平等的起源和基础》、《论法的精神》、《战争与和平》、《日瓦格医生》等书是我百读不厌的经典作品。

我们年轻的时候都是唯物主义者，不信《圣经》之类的东西，我们都是用进化论来解释人是怎么来的。但《圣经》是我在大学三四年级后才慢慢体会其含义的，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

小时候我们不信神，天不怕地不怕，对事物没有敬畏感，但是随着阅历的增长，体会越来越深，越能把握《圣经》里的那种敬畏感。

达尔文的《进化论》不仅回答了人是怎么来的，他还系统思考了为什么一个民族消亡而另一个民族强大并延续下来。

我记得《时间的玫瑰》里有句话："金钱是改变人民心灵的工具。"某种意义上，像巴菲特这样的人，赚了足够多的钱，然后又把这个钱回归社会，这个影响力是非常大的。另外我原来也在《芒格传》里面写了一个推荐序，"唯有思想更久远"，相比财富来说，思想肯定是最久远的。所以从这个角度来说，如果是一些财富的真正的创造者和缔造者，有幸能够赚到那么多钱的话，能够回馈社会是一件非常荣幸的事。当然像芒格，他不是又出了一本书《穷查理宝典》吗？书就看《穷查理宝典》吧！它尝试着从思想文化改变社会。

李嘉诚说过"建立自我，然后无我"嘛，富兰克林，包括芒格就更进一层。

实际上中国也应该有这样的人，但是可能还需要时间来积累。黄庆和说得很好，他说一般评价一个投资经理的业绩用 5 年时间足够了；评价像彼得·林奇这样的人，可能要 20 年、30 年的时间；评价殿堂级的人物，像巴菲特这样的，可能要一直到他退休，到他死。实际上中国也是这样的，真正诞生思想或者影响社会文化的人，可能还需要时间检验。因为他本身没有那么大的财富积累。如果我们再做，做到芒格那样的，得再做 40 年。如果我们从今天开始，再做 40 年的复利增长的话，那个时候我相信中国应该是有机会的。到 2050 年或 2060 年的时候，中国一批投资者应该有那么大的成就了。那个时候如果有的人愿意，他的境界足够的话，他应该是能够不仅贡献财富，还能够贡献自己对社会的力量。

最好要有这样想的人，上帝假借他的头脑、智慧完成了一件应该让他完成的事，所有的能量是上帝给的，对他来说，他就把这份荣耀回归社会吧！中国一定会出现这样的人。

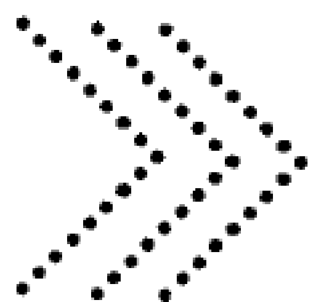
全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

胡斌 立足基本面的量化策略投资

纽银梅隆西部基金 [上海]

胡斌，1967年生于湖南。现任纽银梅隆西部基金管理有限公司总经理（CEO）。胡斌有长达15年的高等教育经历，1984年就读浙江大学物理系，1990年考入南开大学攻读信息资源管理硕士，1993年进入上海交大攻读管理工程博士，之后到香港城市大学任研究助理并进行亚太地区股票市场异常收益方面的博士后研究工作。1997年，胡斌到美伊利诺伊州立大学香槟分校（UIUC）攻读MBA，兼为金融学大师级教授约瑟夫·拉克尼沙克（Josef Lakonishok）的研究助理。1999年年底，胡斌正式加入纽约梅隆（BNY Mellon）资产管理集团旗下的Standish公司，从事定量研究及投资工作。2006年，在纽约梅隆集团资金支持下，Standish公司的投资总监与他前去旧金山创办对冲基金——系数全球（Coefficient Global）公司，胡斌担任全球宏观策略及事件驱动投资策略两只基金的基金经理。2008年，胡斌被集团派往中国，全面负责纽约梅隆集团在中国的资产管理业务，并筹备合资基金公司。在这期间，他曾担任华夏基金的顾问工作。直至2010年，停止两年的基金公司开设审批重启，由胡斌带领的纽银梅隆西部基金公司，作为首家获批的基金公司正式成立，同时兼任首席执行官和QFII基金经理。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



遍历过往，投资总监转去做基金公司总经理不奇怪，但基金公司总经理亲任基金经理的，胡斌在公募确是第一人。私募基金的董事长总经理兼基金经理倒是很普遍的，利益一致嘛，而我见过的公募总经理在投资上指手画脚、夸夸其谈很多，最终却没一个愿意挽袖子上阵的，错了的是投资总监、基金经理的责任，业绩不好先炒了再说，谁愿意去自己承担风险呢？当然，公私募在投资策略和规模上有所区别，也没有孰优孰劣。指出这个的原因，就是说明我为什么将胡斌这样一名基金公司总经理纳入杰出投资者的名单。

胡斌是做定量出身的，而他的定量投资研究早在国内就开始了，他在 1997 年关于亚太股市异常回报研究的博士论文，就是较早用定量的方法检验市场有效性，从而发现一些有效的定量投资策略。后来与香港城市大学的导师将此文整理出版，证监会前主席刘鸿儒为其作序，称其是中国最早也是最好的系统化地用定量投资策略来分析亚太股市的研究方法。当时的中国股市还是庄股时代，我相信他那时的成果在中国应该并没有太多运用的空间。

在求学美国的阶段，胡斌仍然执著地运用科学严谨的方法继续他的投资研究之路，探索着各种隐藏在数理规律中的投资王道。在伊利诺伊州立大学攻读MBA的阶段，他师从其作博士研究就经常引用其成果的教授约瑟夫 · 拉克尼沙克。这些学术泰斗的地位

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

可不仅是通过理论论文来获得的，而是通过其投资实践来树立的。在这个学习的阶段，胡斌在进行深入理论研究的同时，也为拉克尼沙克教授作一些更接近实际投资的研究，拉克尼沙克与一名芝加哥大学的教授及一名哈佛大学的教授共同成立LSV资产管理公司（L、S、V是这三名教授姓的首字母），该公司管理规模高达600亿美元，这对胡斌不失为一个理论和实践结合的绝佳契机。

结束学业后，胡斌选择加入了梅隆金融集团旗下的Standish，从定量分析师开始，除了中间溜出去几个月，他在集团体系内一直做到现在。梅隆集团在美国金融行业内，具有悠久的历史和举足轻重的地位，梅隆家族创始人托马斯·梅隆是与洛克菲勒同时代的大人物，他的儿子安德鲁·梅隆在1921~1932年的11年间，前后于三任总统手下担任美国财政部长。梅隆家族最有名的捐赠是美国国家美术馆和卡内基–梅隆大学。2007年，梅隆金融与托管银行巨人纽约银行正式合并，目前集团托管规模居全球第一（25.5万亿美元），资产管理规模达1.2万亿美元。凭借资产管理与托管服务两大业务，纽约梅隆集团现是美国第六大金融集团。

胡斌的投资研究经历贯通了股票、债券及衍生交易工具，在总结其投资的精髓时，他认为投资是一个风险溢价回归的过程。与别人常说的没有操作性的"买低卖高"不同，他提出"买高卖低"——他设计一个模型，能够科学地监测风险溢价，根据均值回归的原理，进行"买高卖低"，从而使普通人理想却难以实践的含糊的万能真理"买低卖高"得以实现。

胡斌的研究成果着重于基于定量研究的资产配置模型和基于行为金融学并用定量方法实现的事件驱动模型。

他亲自设计资产配置模型（包括股债轮动、行业轮动模型），并演示给很多人看，好的模型不怕别人学，所谓魔鬼在于细节。虽然很多人也作过同类研究，但"垃圾进、垃圾出"的案例却比比皆是。我从2003年起，就开始学习设计一个对中国股票债券现金大类资产进行分析的模型，由于我并不会定量分析方法，所以都是由我的定量分析师帮我实现。每换一家公司，我就会要新的分析师帮我更新。这一模型也进化了好几年了，但是始终没有很大的突破——我指的是成功率。2007年，我将其降级为"资产配置观测器"，不再给出明确的分值，而是定期恒基观测，由人来综合判断。而胡斌的模型大原理很简单，但其结果却非常理想，这就是对它立足基本面分析的定量策略投资的最好展示。

资产配置是一件非常有利可图但非常艰难的工作。市场长期收益对不耐心的人

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

来讲是不高的，中国股市过去理想的平均回报是10%左右，但波动幅度就高达25%以上；而且不同于发达国家股市，中国股市按日历年计一半以上的时间都是负回报。这就很好地解释了为什么选时在中国那么深入人心。资产配置的理论国际上都有非常成熟的体系，目前所有人都接受“资产配置决定90%以上组合收益”的概念，同时也明白资产配置是一件不等同于选时的工作。国际大的机构投资者，包括著名耶鲁大学捐赠基金，加州公务员退休基金（CalPERS），梅隆资本（Mellon Capital）都是资产配置学习的楷模。国际投资大师最重要的能力是其对资产配置的理解和大类资产选择的能力，这方面国内研究得很少，反而只是关注其选股的理念，误认为其只有选好股长期投资的本事。

胡斌基于行为金融学的事件驱动模型，也是一个亮点。他把金融定量比做金融侦探，设计好的模型中，就有一个或数个配备先进武器的侦探在全市场甚至全世界查探敌情和机会，最后总部作出决策是否采取行动。利用一个系统装备，武器精良的部队，成功概率会大于一个人模糊主观的头脑。

胡斌的求学经历长达15年，说明他是一个很勤奋和执著的人；他能够在纽约梅隆这么大的集团十余年得到集团主席、内部各投资总监的认可和支持，说明他除了投资能力外，为人也非常周全和谨慎。我对他的定量研究的投资理念和策略非常认同，祝愿他在基金公司总经理的角色上一样出色。



>>>胡斌（左一）在华尔街1号纽约梅隆总部与公司董事长兼首席执行官罗伯特·凯利（Robert Kelly），上海市委常委、浦东新区区委书记徐麟在梅隆画像前

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

与胡斌约了很久，想不到能够在去美国的飞机上碰到他，而且更幸运的是我去美国见一批杰出投资者时带了录音笔。上海直飞美国 14 小时，越洋飞行白天黑夜变换，正道是“白天说白话，黑夜说黑话，空中说空话”。不知聊了多久，幸好有录音笔，将“空话”变成了下面的“实话”。

>·——·<

15 年求学之路

你不一定是直接管钱时间最长的人，但是在投资行业里面，你做学问和研究的时间真的是很长的。

我的学习过程很长，但实际开始学的东西最后大都能用上。我刚开始在浙江大学学物理，但是没有学好，没有读完物理系，在浙大工作了几年，就考了南开大学的研究生。不过当时还不算太混沌，我又转而选择了投资行业，后来证实也是我由衷热爱的事业，算是万幸。

你没有本科生文凭，怎么读研究生呢?

没有本科也可以考研究生。当时觉得学物理不感兴趣，没有方向感。在浙大工作时也修了选修课，然后以同等学历考研。到了南开读信息资源管理研究生，然后到上海交大学管理工程读博士。读管理工程的时候，研究视野比较宽阔一点，做什么方向都行，后来就明确了作股票投资研究的方向。

也叫管理工程?

是的，更确切地说是金融管理工程，我在上海交大读了两年博士基础课程，去了香港城市大学，被邀请去做高级研究助理，同时完成我的博士论文，之后我又在那里做了一阵子博士后。

那时候你做金融工程算是挺早的了吧?

1995 年开始，还算是比较早的了，当时看一些美国作定量研究的文章，发现正好能把原来学习的计算机、数学这些都用上。说实话，当时在国内的经济、金融也

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

没有多少东西好学，除了硬科学，如数学、统计与国外比比还行。宏观经济、微观经济、会计也只是学了皮毛，政治经济学就更用不上了。

那个时候你已经开始作市场的异常回报、市场有效性这种研究对不对?

Return anomaly，就是异常收益。我的论文就是亚太股市的异常收益分析，实际上也是投资策略，分析各种市场上有哪些异常收益，怎么才可以将这些异常收益给实现了，这个研究的过程正好能把定量的、理工科的东西用上，而真正接触股市是到香港之后了，作了两年的研究后完成了博士论文并合著了一本书。

就是《亚太股票市场的投资策略》。

这本书的内容就是对异常收益的研究。比如说市场上有一些什么不规范的地方，市场上有一些什么非有效性，然后怎么利用它并实现收益。这也是我 1995~1997 年主要的研究内容。

刘鸿儒说你是中国最早也是最好的系统化地用这个定量投资策略来分析亚太股市的人。那个时候国内股市是炒作市，你研究的市场主要是谁呢?

当时针对亚太股市，包括日本、香港地区、台湾地区、韩国、泰国、马来西亚等，内地上海和深圳的股市也有。异常现象主要包括股市惯性、过度反应、月份效应以及小盘股效应等。

打一个比方，当时对好消息的反应各个市场不同，美国的市场是一个逐渐升温的过程，它需要 14 天或者更长的时间，每一天会好一点，惯性往上走。但是亚太市场往往是相反，对好消息的反应总是过度，在消息出来后，股价上冲很快，立刻又会下来。美国市场的参与者比较谨慎，比较理性，有时候反应就不够，而亚太市场则特别容易见光死。还有关于投资的时间点，美国因为税收，所以往往 12 月卖出，1 月买进，这样的话，有一些不好的股票 12 月就容易斩掉，这样投资者可以当年落实这些亏损，减少本年整个收入税收。有一些在一年内跌得比较惨的股票在 12 月更进一步下跌，我们相应的策略是 11 月就出货，等 12 月被超卖时建仓，然后等待 1 月正收益效应。亚洲市场，过元旦，特别是过春节，有一个过年的节日效应，过年前，人们往往想落袋为安，不愿意承担长假不确定性带来的风险，过年后，大家喜欢看红盘啊，发一点奖金嘛，年后的资金也宽裕一些。这些市场行为都可以为专业

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

投资者利用，带来一些额外的收益。

所以从刚开始的话，你就用定量的方法研究市场，同时也采取一个比较国际的眼光。

对。

当年的中国，不要说定量研究了，可能对基本面的研究也没有。关于金融市场理论，可能基本上是停留在教科书上的了。

因为香港城市大学是新的学校，招的教授都刚从美国、欧洲回来，都很不错。去香港前我的理想就是一个月 1 000 块钱工资，结果他们告诉我一万多港币，当时我问了一句，一万多是月薪年薪？他们说是月薪。当时港币对人民币还是 1 ∶ 1.1。这样我就把博士论文放到那边去做，而我的工作就是研究股市，边读书边工作。而且在那边见了不少访问教授，后来都成为泰斗级的名人，比如陈志武教授、张维迎教授、黄国波教授、何佳教授等。

你在香港读完博士后后，干什么去了？

1997 年，伊利诺伊州立大学正好给了我一个读MBA的全奖。正值亚洲金融危机前，我把香港的股票卖完了，然后去美国读书。

伊利诺伊州立大学在投资方面非常有名，我当时跟的拉克尼沙克教授是业界泰斗。我写博士论文时候引用他的东西最多。他创立了一个基金公司叫做LSV资产管理公司，在美国很有名，规模是 600 亿美元。L（Lakonishok）是他的名字首字母，S（Shleifer），V（Vishny）是另一个哈佛大学和一位芝加哥大学教授的名字首字母。所以跟着他边读MBA，边工作。一个星期工作 20 个小时，帮他做一些投资研究方面的工作。

他的理论是什么？特点是什么？也是抓住市场的异常现象进行投资吗？

对，这个也一样的，LSV更关注大盘股，一直做得都不错。

你求学时间这么长，对踏入高等院校的年轻人有些什么建议？怎样建立长远的职业规划呢？

那看他想做哪一行，就是说如果走我这条路的话，我觉得第一个就是明白自己

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

的职业目标是什么，如何去准备。投资一行需要的是厚积薄发，对于年轻人，首先是积累自己的知识，但在积累知识之前要知道自己的职业目标，根据你的目标，明确需要学习哪些知识。

从去美国第一天开始，我就很清楚地知道我将来要做什么——我要去华尔街作投资。我知道自己特长是什么——我学理工科出身，擅长数量分析。我也知道要补充哪些知识——如计算机、会计、金融，而这些都是伊利诺伊州立大学在全美排名前几名的课程。90年代末正是美国网络泡沫时期，计算机工作很好找，去华尔街作投资一直是很难的，很多中国留学生改行去做计算机工作。我庆幸自己有一个坚定而长远的职业目标。

第二是一定要跟对人，有一个好的导师也非常关键。我第一个找到的是拉克尼沙克教授，1994年的时候他已在做LSV这个公司了，而且是相当成功。我去这个学校去读MBA，实际上当时我已经拿到一个博士学位了，我是希望以最短时间进入美国投资实业界。我跟拉克尼沙克教授时一周工作20个小时，在为他工作的过程中学了更多东西。

我找他并不仅是因为他有名，在香港时，我跟随着他的学术思想与理论，用亚洲的数据作一些研究。我当时的一些文章与研究跟他的风格很像。所以他看到我做的东西的时候，他也乐意给我一份工作，就是这样。

一是确定目标，积累知识，另外是要找一个好导师，跟了这样一个好导师工作，以后再找工作也很顺利，因为业内都知道你老师的水平，强将手下无弱兵。

再后来，我正好碰到一个能自由发挥的工作机会，又碰到几个作投资非常好的头儿与同事，头儿一好，整个小组、整个团队跟着就起来了。

我的一个特点就是知识积累用了很长时间，另外一个特点，我基本上十几年都在一个大公司里面工作，也是在一个系统积累人脉。所以，概括来讲就是厚积薄发。

特别是我们进入投资管理这个行业，前5年都是在打基础，5年之后你会发现你突然对这个行业开始慢慢融会贯通了，那个时候你才发现自己开窍了，能从头到尾把整个投资流程完成。所以我对年轻人说，干这一行刚开始不用着急，先积累得多一点。包括我们在这一行的工资前5年不一定高，然后有一天你真的能做好的时候，就是说做基金经理以后，一个好的工资回报是挡不住的。所以这一行的特点也就是厚积薄发。

对于学生和刚工作的年轻人，如果想从事金融，我推荐大家考CFA（注册金融

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

分析师），CFA会帮助你完成整个知识体系的积累。在投资方面，我做的东西跟一般专业人士不一样，在美国，投资专业人士一般比较专一与精深，比如，专一做股票、债券、外汇、房地产，或者做衍生品。这些东西我都做过。这样的话，第一你知识体系比较全面，第二你会突然发现这里面有很多相通和可以互相利用的地方，也就是一个行业的信号可以用于另外一个，股票的信号可以用到债券，债券里面的信号可以用到外汇。因为这个世界实际上就是资金流在各个体系流动运转的过程，也都受到预期收益与风险溢价的影响。

12 年梅隆定量人生

你 1999 年毕业就进了当时还没并入梅隆金融集团旗下的Standish？

是，毕业后去了位于波士顿的Standish，Standish管理大约 2 000 亿美元资产，成立于 1933 年，是“五月花号”首领的后代成立的公司。2002 年，公司被梅隆收购。梅隆留下公司精英的条件是，在收购后 3~5 年内，如果你几年不走，公司就会额外给你一笔钱。我当时也拿了这种待遇。这样子的话，收购后整个团队变化不大。在收购以前，Standish是一个合伙人形式，这些比较高级别的人都是合伙人，大家凝聚力比较好。

1999 年的时候它已经是做这种定量为主的公司吗?

不是，它倒是一个基本面和定量都联系在一起的公司，我主要是帮它做定量、做模型这一块的工作。我在梅隆差不多是一直做到现在，除了中间离开过三四个月。但离开后，公司又把我给找回来了，所以基本上所有的经历都是在梅隆。

那时候纽约银行跟梅隆是分开的，对不对?

是的，2006 年的时候准备合并，2007 年的时候正式合并。纽约银行原来主要做托管业务，是全世界最大的托管银行，梅隆主要做资产管理，梅隆当时大概管理 1 万亿美元的资产吧，纽约银行大概是 0.1 万亿美元，加上去有 1.1 万亿美元。

纽约银行主要做托管业务，做资产管理业务只有1 000 亿吗?

对，资产管理纽约银行当时只有 1 000 亿美元，但是梅隆有 1 万亿。现在集

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

团的托管业务规模在24万亿到25万亿美元。集团时任董事长、首席执行官罗伯特·凯利是美联储咨询委员会主席，美国银行联席会主席，我回中国主持集团资产管理业务也是在北京与他交谈后最后决定的。另一个对我回中国起关键作用的是当时纽约梅隆资产管理亚太区首席执行官David Jiang，他以前是我波士顿的同事，现在是纽约柏瑞资产管理公司（Pinebridge Investments）的首席执行官。

当时Standish已经是梅隆下面的一个公司吗?

是，梅隆下面有十几家公司，Standish是其中的一个，原来Standish包括投资股票和债券，2003年后集团就把它定位在专门做债券和绝对收益了。

你刚进去的时候，已经作定量研究很多年。譬如，在伊利诺伊州立大学，跟着拉克尼沙克老师一起，边研究边工作做了好几年了。你得到这个工作，我觉得是很自然的。

也非常不容易，因为刚毕业要去一个资产管理公司，就像现在一位印度留学生在中国毕业后要进一个好基金公司一样，都是不容易的，有时候是运气。

当时华尔街的华人没几个，尤其在资产管理公司。

从1999年定量分析师开始，你作研究作了多少年?

作了很多年了，一直作到2005年。1999~2005年，我主要还是解决一些技术问题，具体来说是解决一些定量方面的问题，包括怎么作资产配置，怎么提高投资收益，但是对整个宏观的具体判断，我们还没有到那个层次。

当时你的老板是?

当时公司投资总监叫莱克斯·休伯茨（Lex Huberts），我就跟他直接汇报，莱克斯现在是梅隆资本的总裁，梅隆资本是梅隆资产管理最大的子公司，管理超过2 000亿美元的资产。

你在团队起什么作用?

股票方面的定量我是前面做了较多，做了大概三年，后面的一段时间，我主要在做固定收益和资产配置这一块。固定收益方面也经历过不少的事情，像俄罗斯的债务

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

危机、阿根廷的债务危机等，还有 2001 年 9 月 11 日我们正在买债券，亲眼在电视里面看到第二架飞机撞楼的，当时我们正在与雷曼兄弟作交易，电话打着打着就断了。

在进公司初期，我更多的是支持公司作一些投资决策，随之积累经验并获得成长。后面，我们每个月度的宏观经济及模型的会议是我主持的，看一下宏观经济情况怎么样，大家投资策略是什么样子的，然后到 2005 年的时候，开始单独管钱了，我觉得这就是一个厚积薄发的过程。

回头看这件事情，从研究员到基金经理经过几年的培养比较好?

基本上我认为至少需要 5 年，我也是做了 5 年，这在美国还算快的了。这个行业，你没有 5 年经验，没经历牛、熊市，没有经历过很多事件就没有底蕴，因为管理钱的责任真的很大。

你管钱是怎么开始的呢?

2005 年的时候，我们团队在美国做得不错，很多公司开始挖我们。我们公司一个有名的基金经理叫马克 · 赛纳（Mark Seidner)，他现在在太平洋投资管理公司（PIMCO)，当时他去了哈佛基金会去做对冲基金。集团同时也在创造机会留人，当时集团选两批人，资助他们去创业，去做对冲基金。我当时也是运气比较好，投资总监莱克斯 · 休伯茨领头，邀我跟他一起去做对冲基金——系数全球。莱克斯现在已经是梅隆资本的总裁了。

梅隆资产管理给了我们 7 000 万美元做种子的钱，然后让我们在全世界范围内挑一个地方，去成立一家对冲基金。 莱克斯认为旧金山天气好，这样我就卖了波士顿的房子，跟莱克斯一起搬到阳光明媚的梅隆旧金山的办公室去做了系数全球这个对冲基金公司。从波士顿去旧金山创业前一晚，梅隆资本的首席执行官罗恩 · 奥汉雷（Ron O'Hanley）请莱克斯和我两家吃了个壮行晚宴。罗恩现在是富达投资集团的总裁。在系数全球，我们主要成立了三个基金。我做两个基金的基金经理，其中一个主要是挑个股的，做事件驱动，一个是做资产配置业务的，全球宏观对冲。整个集团提供信息技术、交易、办公室等中后台支持。

当时管的钱大致有多少?

开始的时候管的钱不多，集团资助的种子钱是 7 000 万美元，再加上外部几个

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

老客户，也就是 1 亿美元左右，但是我们放大了 5~10 倍，就是 1 亿美元变成 5 亿到 10 亿美元这样子。创业总是很不容易的，但获得的经验却非常可贵。

在你 12 年的梅隆经历中，一定有一些人、一些导师对你的投资理念的形成造成了很深的影响，总结一下，你都跟过哪些导师，是怎样跟他们一步一步成长起来的，哪些人对你的影响比较大？

我打交道的几个投资人士，第一个就是我读书的时候跟他做助理的那个教授，叫约瑟夫 · 拉克尼沙克，他是美国历史上作量化投资非常有名的一个教授，同时又能做到实际实务里面不是第一名的话，也是前几名。另外他创立的一个基金公司 LSV，三个教授合伙的，当时他是管 600 亿美元，而且持续比业绩标准都做得好，我当时帮他做助理。

第二个就是马克 · 赛纳。马克原来是富达的一个交易员，然后他加入了 Standish。1999 年我加入 Standish 时，他已经是一个合伙人，执行总监，我们在一个组里面。他是交易员出身，所以其最大的特点是比较直接，又非常聪明，非常灵活，他的优势是有许多比较实际性的操作经验。而对我这个博士来讲，理论性就相对多一点，所以从他那里学到不少，都是比较实际、操作性很强的东西，非常实用。

他们都是你初入行时的导师。

是，在 1999 年年底到 2004 年，这其中还有一个肯特（Kent），他和我们在一个组，也做得非常不错。他跟我差不多同时加入 Standish 的，后担任 Standish 的投资总监，现在肯特在高盛资产管理，职位也非常高。这两个人对我帮助都非常大，肯特更加有特点一点，他原来工作了几年读芝加哥大学的 MBA 之后，跟我同时进公司，他升得非常快，非常聪明，而且非常谦虚。他的特点相对来说是在理论和实际上都有非常丰富的经验。对定量模型我俩分工，按照他的话来讲，我是造车的，造的是量化模型，而他是开车的，大家一起把投资作好，当时我们的合作关系就是这样。

你负责造车，肯特负责开车，车就是你们的量化模型。

对。这是刚开始的时候，当然我从马克和肯特那儿学的更多是实战经验。因为我们每天早上聚在一起，开个会，讲一下市场。而一个投资模型的应用主要还是一

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

个月一次的资产配置模型，就是每个月更新一下预测模型，模型可以客观一致地给出对经济和市场的一个看法。

造车的过程也就是慢慢调整自己对证券市场理解的过程，如模型里面要包含哪些因素，这些是自己慢慢总结的过程，也是在与市场交流中潜移默化得出的结论。但自己的思想体系，是慢慢与同行，其他大的机构交流形成的。刚开始觉得知识凌乱而复杂，后来觉得最简单、最直接的方法也许是最好的，而国际上成功的案例往往也是坚持一些简单原理。

第四个人是莱克斯·休伯茨，莱克斯现在是梅隆资本的总裁，梅隆资本管理 2 000 亿美元资产，也是全世界最大的做资产配置业务的机构，同时也有很大的一个对冲基金，也是他领我一起出去做这个对冲基金的。

从他那我更多是看到了两样东西，第一个是原则，他是一个非常有原则性的人。第二个是理念，就是他作投资都会遵循他认可的投资理念。如果说前面那两个人更加有实战经验，那么莱克斯这个人就是非常有原则和理念的。

莱克斯也曾是梅隆资本的一个很重要的开创者。梅隆资本遵循一个定量的基本面的投资理念。他把这个理念和这些原则表现得相当充分。另外，梅隆资本之所以能发展成全世界最大的一个做资产配置业务的公司，它必须有自己的一些基石，就是一些根本性的东西，我在他那里学到了这些东西。跟他在一起做系数全球时，也把这些理念和原则都用上了。所以我觉得，我真是从莱克斯那学了不少东西。

这么看来这四个人的特点都比较明确，你跟着他们分别在短期、中期和长期的投资实践与理念方面都受益匪浅。

对，对我帮助很大。更具体一点，在马克那儿，我看到了实际操作上的很多技巧性的东西，实战性的东西，比如你每天看什么样的指标，这些投资信号相对来说比较短期一点。因为他是从交易员出身，着眼的不是很长期的，更多的是短期博弈的艺术，所以从市场上面他看到的一些信号，该出的、该入的，实际上是一些短线的交易信号。

肯特那边就是属于中期一点，基本上因为是驾驶投资模型，相对来说对宏观经济会看得多一些，并且同时有一些中观性的，比如一个月判断一次市场方向，看看 3~6 个月的趋势。而马克那边可能更关心一天或者一周的情况。

那在莱克斯那边学到的原理和原则实际上是长期应该坚持做的一个东西。如果

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

再具体一点，一个关键的理念就是观察市场风险溢价，相信市场的风险溢价是一个理性回归过程。精髓就是这个。

贯通股票、债券、衍生品市场

讲一些你们的投资案例？

2005年就开始做自己擅长的几个策略，2006年就碰到了LBO（杠杆收购），然后2007年就碰到了金融危机。

2006年的时候碰到很多LBO。我第一家买的是哈拉斯（Harrah's），我买了它的债券，然后吃了一大亏，这件事情给我的印象很深，我大概亏了10%。对于债券投资，10%已经很厉害了。我就开始很痛苦地反省，怎样正向用LBO投资。LBO典型的情况是公司经营不好，股价下跌，然后公司的管理层从外面借债，去买公司的股票，把公司私有化。这样一操作，公司债券的风险增大，价格一下子打下去了，一私有化收购股票，股票的价格就上来了，当时，很多人没有搞懂，所以做债市的人都非常怕LBO，股市做空的对冲基金也害怕LBO。但做债的和做股票的往往是两个不同的组。而我的背景是看过股票市场、看过债券市场，也做过衍生品市场，所以基本上我作投资一开始就习惯把这几个市场贯通起来看。比如先从衍生品看它的股票期权波动怎么样，然后看债券市场特别是债券市场的衍生品CDS（信用违约互换）的风险溢价如何运行，这样能够知道债券投资者怎么认为公司LBO的情况，最后综合判断，在股票市场出手交易。

几乎所有的定量对冲基金模型是卖空LBO类型的公司，因为这些公司业绩不好，但碰到这些公司LBO，一私有化，这个股票一下子就涨起来了。换句话说，传统的定量模型研究，就是正好要把LBO类型的公司卖空，模型认为这些公司质量不好，就应该把它卖掉了。但是质量不好是怎么回事呢？其实有时公司管理层是想，我本身没把这个公司搞好，然后我花比较低的价，就可以自己买进来，较低成本将公司私有化后，再把这个公司做好，这是公司管理层的思路。但是从传统的对冲基金来说，一看公司质量不好，就把它卖空，那么对冲基金模型就遇到麻烦了。要想发现LBO这个规律，必须要综合债券、股票、衍生品三个工具，2006~2007年LBO期间，可能是我作投资最得意的时候，那时候很多人都亏钱。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

你这个像基本面研究，但用定量方法同时研究几个市场。

从基本面，从各个角度：债券市场是怎么看的，衍生品市场是怎么看的，股票市场是怎么看的，然后总经理们有什么偏好，有一些首席执行官过去是做投行的，喜欢倒来倒去的，他们有他们的偏好；再看管理层还能借多少债，能不能把他的股票买回来，就是借债的杠杆化的承受程度，这个看完了之后，人家要卖空的，我就买进，为什么呢？我觉得公司可能要发生LBO，公司管理层有其他的想法。所以在这个时候，我们的投资手法与人家正好相反。这个就是一个公司事件（Corporate Event）策略。

一般的投资者往往做的就是在一个市场，做股票就是做股票，做债券就是做债券，做衍生品就是做衍生品，但是他们没有把几个市场都贯通起来。有时，即使贯通了，因为公司内部的限制，管股票只能买股票，管债券只能买债券，他也不能跑到别的部门去操作。

我还有一个工具，对股票市场、债券市场、衍生品市场的高频数据进行分析，看看其他的投资者有无进入。有些投资者知道LBO内情，会大手笔进出市场。我是通过高频数据来发现这个，我就称之为触发器（Trigger），因为你需要这样一个触发器提示买入的时点，而不是老等着。

我当时正好可以买卖股票，还可以买卖债券，还有衍生工具可以去做，所以我比人家更灵活一点。跨市场做的话，可以比较系统全面地了解各种信息。

你管两个基金，一个是资产配置的，一个是做事件驱动的。

LBO是一个主要的事件驱动案例，主要针对的是个股。而全球资产配置基金做的全是衍生品市场，包括股票、债券和外汇的期权、期货。债市里主要包括公司的CDS和CDO（债务抵押债券），各个国家的5年、10年的国债期货；股市里主要是，看涨、看跌，当然股市的操作有十几个国家的股票指数，还可以按照行业划分，因为每个行业你还可以做ETF；外汇投资包括十几个国家的外汇衍生品。

当时你们的回报是怎么样的？

还可以吧。2007年金融危机时是十几个点的正收益。

2007年能做到十几个点的阿尔法不容易，当年下半年次债很严重，好多对冲基

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

金倒了。

2007 年年初的时候，大概 4 月开始，我们就开始大量卖空金融股。那时次贷危机还没有出现，次贷危机应该到 2007 年下半年。年初时我就开始发现金融股不对了，因为市场认为它一点风险都没有了，那么这个时候恰恰是风险显现的时候。

CDS 就是看债券的风险溢价，当时金融行业的 CDS 的风险溢价只有二十几个基点，市场认为违约的可能性很小。我的模型认为这个风险溢价太低了，应该卖空了。

什么理由使你相信银行的风险溢价要上升呢？

主要还是跟它历史平均水平的比较，以及与同期其他几个品种的比较得出的结论。当时，模型显示银行风险溢价低到了两个标准差，就是说市场都觉得没风险了。后来我去纽约，去花旗银行等问了一下卖CDO的朋友，他们讲次贷问题已经很严重，他们开玩笑说把这个债务处理完了，自己也没有工作了。当时，我觉得事情比我们外面想象的要严重，所以那个时候一鼓作气、卖空到底。

系数全球这个公司到现在还存在吗？

现在系数全球被合并在梅隆资本下面。莱克斯被提拔到梅隆资本做总裁了，他把系数全球公司也带过去了。梅隆资本也是梅隆资产管理下的一个子公司，最大的子公司，管理超过 2 000 亿美元资产。

讲到对中国金融行业未来的发展展望，你回国也是因为看好国内未来的机会吧。

对，因为集团发展中国业务，我也想趁此机会回来工作。走之前，我们原来招的几个人在系数全球接替我的工作。

他怎么会选你发展中国业务呢？在你们纽约梅隆集团里面华人多吗？

华人有一些，但是华人里在美国做过一个公司，经历过创业的可能就我一个吧。2005 年在梅隆旗下对冲基金公司的创业，我也是非常不容易和非常幸运被挑上的。回中国之事，梅隆资产管理亚太区的首席执行官曾是我美国波士顿的同事，经他的推荐我见了一下纽约梅隆集团的首席执行官鲍勃 · 凯利（Bob Kelly)。之后，也就是在 2008 年年初，集团决定派我来中国负责中国区的创业，当然，这对我是很有吸引力的。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

回来的机会真不错，2008 年华尔街危机最深重。

2007 年是大家都倒霉的时候，2008 年反而形势清楚了。2008 年回来，刚开始在北京，当时新设基金公司停批，我们也在等执照，于是这期间，我开始通过各种渠道熟悉和了解国内的一些情况，收获了不少东西。到了 2010 年的 7 月，基金公司审批开闸，纽银梅隆西部基金也作为第一家通过审批的基金公司正式成立。

2010 年的 7 月纽银梅隆西部基金正式成立。当时我一个人背一个包，从美国回来，现在公司已经好几十人。我们到现在为止有两个共同基金。我担任海外 10 个亿人民币的QFII基金的基金经理，该基金 2011 年 5 月成立，到 2011 年年底净值是 1.04 左右。

那很好了，从 5 月到年底股票跌了百分之二十多，关键是债券也跌。你包括对冲吗，还是只做多。

希望明年能用股指期货来对冲吧。2011 年，资产配置很保守。

你是国内公募基金公司的总经理中第一个管钱的，中国基金市场发展了十多年。

不能这样说，因为现在很多总经理也是作投资出来的。国外有些公司的总经理、董事长是管钱的嘛，中国做私募也是有的。

国内基金你参与吗?

我们第二基金叫新动向基金混合型，2011 年 8 月做起来，我比较多参与一些资产配置和仓位的决定。我做得比较好的地方，就是资产配置，也就是用定量方法做资产配置业务，资产配置不仅仅是包括股票里面几个行业的资产配置，还包括股票、债券、大宗商品、外汇，各个大类的资产配置。公司事件驱动也是我的一个擅长。

你会直接出面管理国内基金吗?

用过去的模型和经验带一些基金经理吧。我们第三只基金是做事件驱动的，跟原来我在对冲基金做的策略差不多。

立足基本面的定量策略

说了这么久的定量分析或定量投资，你能否用通俗的语言给我们介绍一下量化

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

投资的基本知识？

定量分析，与基本面分析一样，只是一种投资工具。量化基金，它可以是公募基金（或者说共同基金），也可以是私募基金（如对冲基金），可以是主动型投资风格，也可以是被动型投资风格（如指数基金）。

1971 年，世界上第一只被动量化基金由 BGI（巴克莱国际投资公司）发行，1977 年，世界上第一只主动量化基金也由BGI发行。从此，量化基金取得了长足的发展，成为国际投资业举足轻重的一部分。截至 2009 年，定量投资在全部投资产品中已经占到了三成以上，主动投资产品中有 20%~30% 使用定量技术，全球采用量化方法管理的基金（包括共同基金和对冲基金）中，投资于美国股票的有 1 062 只，管理资产 6 740 亿美元，其中最大的 10 家基金管理公司掌握约 40%的资产；投资于非美国股票的，有 415 只主动量化基金，管理资产约 4 810 亿美元，其中最大的 10 家基金管理公司掌握 61%的资产。

量化基金的增长很迅速，2000 年后，美国共同基金行业增长了 1.5 倍，其中定量规模增加多达 4 倍。根据 Ludwig 2001 年的研究报告，从 90 年代初直到现在，量化基金的管理资产增长率始终高于非量化基金。

量化基金尤其是对冲基金在危机时的表现较为出色。2007~2009 年的金融危机期间，量化对冲基金获得了 3.29%的平均回报率，非量化对冲基金则有 4.77%的亏损。从长期表现来看，在 1970~2009 年期间，相比于非量化对冲基金，量化对冲基金的整体平均收益率更高，标准差更小。

量化基金的投资策略除了我们熟悉的股票型外，套利、宏观经济趋势等都是其常见应用领域。在对冲基金方面，按照彭博划分的 7 个类型的对冲基金，如股票导向及市场中立、混合策略、管理期货、债券导向及相对估值、宏观市场、事件驱动、新兴市场等，很多都应用或部分应用定量策略。

你将基本面与定量结合起来是很完美的理念。

定量模型相互间的差别是很大的。在美国这次次贷危机中，2007 年 8 月的时候，大多数定量模型都在输钱。但我的模型，路子来得比较杂，与大多数的模型不太一样，比如说我是跨市场、跨行业的，拿这个市场的东西，去衡量、对比另外一个市场的情况，这样观察到整个金融市场的情况，然后你有一个均衡的观点。而且，我不相信“黑箱子”模型能够持续赚钱，我的模型的输入与输出都是基本面上能够解

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

释的，所以在金融危机中表现还不错。

像你这样做的人可能不多。

在国外每一项工作分工很细，每个人就看自己这一块，很少人站在一个高度，把整个市场、行业都深入分析了后，再去比较这些东西。所以这样才有机会。从另外一个角度来看，资金的流动是圆的，它从这个行业流到另外一个行业，股票不好，资金就会流入债券；债券不好，就会流入股票；房地产好的时候，大家就买房地产。所以你从全市场、全行业资金流的角度能找出一些东西。

你的定量与基本面结合的策略体系是非常独到而有效的，而你也是这方面少有的成功者，那你对量化投资的理解是什么样的呢？

讲三个阶段吧。一般来说第一阶段的时候，我们都是教科书上学的，作回归分析，拿一些历史的数据，先数学回归一把，把有效的因子抓进模型，如此抓到A因子、B因子、C因子，就往前进行预测，这是第一步。很多人现在基本上这样学的。这个东西也不能说不对，做数学的人都是这样做的，但那是做数学，第一阶段吧。第二阶段是这么做的，模型是用过去的数据去预测将来，过去的哪部分能预测将来呢？我们把过去跟将来相似的那一段时间数据拿出来作模型预测，这种方法有一些好处，至少有一个自己对将来的判断。

我现在做的这些东西，倒不是全部拿过去的数据，投资好多方面是一个定量的主观判断。也就是从理论和经验上，我认为它们的关系是什么，前因后果是什么，然后从数学上帮助我，掌握它是一个什么样的量化关系，然后进行预测。所以相对来说，到这个阶段，只是把自己一些基本面的经验，用数学把这些关系精确描述出来。这是到第三阶段了。到这个层面，如果不理解的话，基本上就没有人能复制你的模型了。

因为每个人对每个因素的理解不一样，打一个比方，我认为股市的三大驱动力是流动性、估值和市场情绪。估值这个因子，大家可能采取用市盈率、市净率来表示，但是市盈率和市净率在未来的一年对市场波动的具体贡献是多少？这实际上是对市场的领悟力，这些知识，跟基本面的研究、基金经理想法是差不多，但是这种模型更加有依据，更加有系统。

不同的人会有不同的做法。做到第二阶段的人，我并不是不相信它能挣钱，但

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

是你要作一个大的战略性的改变，或者历史上没有发生过，这种就不行了。这需要达到第三个阶段。这样，会考虑一些战略性的改变，例如，有一些东西你为什么要配置他，实际上并不一定是因为过去的因素。比如说大宗商品，有时候就需要战略性配置，就是要把新兴国家的兴起这些因素加进去。

那是一个检验学习阶段。

我在香港的时候，基本上就是照书本上做模型。在美国刚开始的时候，接触的定量模型，就是割稻草的做法，就是每年比基准好一点点，每一年战胜基准 1%~2% 就可以了。按照那种分析，重要的是把风险分散控制好。然后用割稻草的模型来收割。这些计算机真的是 100%能做，可以全部自动化，这种模型要挣大钱，必须要杠杆化才可以做，现在大部分定量投资者都是这样做的。

割稻草的做法认为赚钱不是靠股票，是靠因子。打一个比方，现在市盈率低的东西能赚，这是一个因子，我在市场上面，市盈率最低的 300 个股票，全买。再比如，第二个因子是市场前两个月涨的股票会接着再涨，趋势投资，那么，前面两个月都涨的，我也不管怎么样，就买 100 个，一个平均买一个点。这样我去赌的不是一个公司，我赌的是这些公司的共同的特点。

你这种定量投资可以大规模去作，你的模型是怎样形成的?

到 Standish 的时候，我以前已经做了 5 年，当时第一阶段、第二阶段都接触后，我跟着他们的一帮基本面的人混，所以自己打造出来一套东西，比较独特，我是从基本面出发，通过定量工具从各个市场、各个行业来分析。我一直琢磨如何把基本面的一些想法更好加进去。我后面和莱克斯在一起工作，把他的一些理念，包括风险溢价等吸收过来。

我当时跟他时，我就看到他不断地画图、思考。他不断地画图，我是不断地写程序，他通过画图去分析这个市场到底是什么样的关系，我是用计算机来作测试。这个时候，我就真正开始去想，不是用电脑去想，而真正用人脑去理解这些市场之间的关系，所以这是思想的一个提高。

我后面自己培养的人，也有两年就能做基金经理的，我自己用了 5 年，但在美国，大部分人会用更长的时间。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

虽然你是跟着莱克斯·休伯茨一起做，但是其实投资主要是以你为主？

创业的那几年是非常辛苦。基金方面的研究和投资都是以我为主。他做市场也是考虑公司策略比较多。具体的手艺活还得要我们做，所以那时候把这些因子不断地检验，每天有做得好的，有做得不好的时候。每天反正是不高兴的情况多，高兴的时候少，主要原因是学习，投资无止境，总有市场高手比你做得好。

做公募基金时，我们只要比基准好 1~2 个点，后来做对冲基金，要跨越 5~7 个点，对冲基金要求是这样的。但好了 5~7 个点之后，你也没有觉得高兴，因为市场上还有比你做得更好的。如果真有一天你想去做最好的时候，实际上可能会是做得最差的，因为你承担的风险也放大了。所以每次我要告诫自己，要知道自己有一些事情不可以做。这个行业比我做得好的人很多，而且做得好的人，更能够很简单地把一些道理讲清楚，不是说一个很深奥的东西。为什么金融危机会出来，就是金融产品越搞越复杂，复杂了，自己都搞不懂了。

风险溢价：买高卖低

你在电视上说过你的原则是“买高卖低”？

这是我用开玩笑的方式讲的我的一个真实观点。有次中央台做个节目，我跟罗杰斯一起，主持人说，最后要我们给所有人送一句话，告诉大家怎么投资。罗杰斯写的是买低卖高；我就把它倒过来，就是“买高卖低”。但是我买卖的东西与他不一样，他指的是价格，我指的是风险溢价。价格难以把握，风险溢价更容易衡量。

低买高卖，大家都知道，但是都做不到。而风险溢价你是能做到的，风险的溢价总是一个均值回归的过程。所以我们在做模型的时候，第一步就是看市场的价格，第二步是本身值多少钱（估值），第三步算出来风险溢价是多少。作投资，我们说的理性投资是怎么把握风险溢价，怎么利用风险溢价。很简单的一个解释，就是街上卖菜的老太太都去买股票的时候，大家都认为股市没风险了，风险溢价很低了，你就应该出来了。卖菜的老太太去买股票，就是一个风险溢价的观察值。反过来，现在市场交易量很小，基金也发不出去，这也可以作为测量风险溢价高的一个指标。

我认为理性投资，就是均衡地去看风险溢价。怎么去看，便宜和贵就是纵向与历史的平均去比，横向与其他市场、行业去比，风险溢价会回归到均值。但价格不一定回归到这个平均数里面，打一个比方，中国的经济增长以前都是 10%，但可能

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

下面一个阶段是7%、8%的增长，这一块它不会回归到一个平均数，这样估值，股票的价格就不会回到均值。风险溢价为什么会回归均值？风险溢价，也就是人们对风险的态度。人总是两种情况，一种时候特别怕风险，一种时候特别喜欢风险，人是非理性的，总是上下波动的，但总会回到正常状态。如果认可这一点，总是可以利用市场情绪的波动，人家害怕的时候我进去，人家都不害怕的时候我出来。

但是具体该怎么实施？因为人总是有弱点的，这就需要投资的原则、流程等。做基金经理的时候，我还没有从公司文化去考虑这些事情，但是做总经理的时候，就会考虑了。

你当时为什么不学物理，其实华尔街有好多学物理的火箭科学家。

我为什么不学了，我实在是干不动了，我当时觉得物理该研究的东西全部研究透了。研究不出来的我肯定也没办法，剩下的物理问题，就像人从哪里来，到哪里去，这些问题我是想不出来的。爱因斯坦那个相对论，我那个时候看完了就目瞪口呆，自己想办法转行吧。当时，浙大12个成绩最好的人，8个在我们班。现在想想不与他们竞争也是有自知之明。

现在很多华尔街作定量投资的，是学物理与数学的。我招的一个人，原来在斯坦福大学学天体物理的博士，算完天上星星的轨迹，来算股票明天的走势了。

你觉得这个不够？

投资就是一个科学跟艺术的融合。科学可以做一个框架，这个框架是帮助你思维的，帮助你自己去学习的，艺术是你决断的另一个天赋。

你的模型应用在资产配置上较多？

是的，还有公司事件。我现在在国内做资产配置业务的模型就主要是三大因素，流动性、估值和市场情绪。

基本面的估值实际上不要弄得太复杂，市场怎么看模型就怎么看，市场上最关键看指标，看市盈率，看市净率，这些东西你看就行了。流动性是指政府政策、经济周期等，看看货币政策、短期的利率怎么样。市场情绪包括基金的仓位、封基的折价率、市场的交易量，也看看基金能不能卖得出去。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

你的模型现在怎么样？

现在我们股市估值不错，相对于历史水平，估值大概是正1.5的标准差，估值并不是说历史上最便宜的时候，例如2008年年底更好一些；市场情绪，现在是负的1个标准差，历史上比较差的时候；流动性也是较差，负的1个标准差，经济还是在降温过程。三个指标综合起来，股市是看涨的，这种指标情况，历史上经验显示80%可能性是会上涨的。（本节访谈进行时间为2011年年底。——作者注）

比市场更敢于承担风险，更有理性

市场怎么运行的，你怎么去赚钱，这是一个投资哲学观了。巴菲特认为市场不存在，我也赚钱，因为投资的是企业嘛。既然有金融市场就有交易，你们怎么在这中间去获益的？

市场赚钱，小量的钱是通过阿尔法可以挣得到的，因为你比人家聪明，你有一个团队，每一个人有自己擅长的地方，这是小的钱，我说的小的钱，是指小规模资金赚的钱。像一笔大的资金，如2 000亿，管理这种大数量的钱很难靠阿尔法。这种数量的钱，能赚的就是风险溢价，就是说在别人不敢去承担风险的时候，你可以大批量进去，很简单的，像现在你可以大批量进去。

还有一种风险溢价是总统大选的时候，竞选总统前股市一般会跌，之后会涨。在定量投资上，这也构成一个事件投资机会。比如说全世界有100个国家在竞选总统，可能这100个市场我都会按照1%，每一个投1%，我觉得这是一个机会，因为选总统事前也不知道选成什么样，一般人就不乐意承受这个风险，等选完了我再进去，但是这个时候实际上是机会。这种时候，我可以分散投，100个我每一个投1%，我大概55%的时候是对的就好了，但是也有地方选出一个“阿扁”来。市场不喜欢风险的时候你进去，这个时候大资金可以系统地去挣钱。但是阿尔法的机会，比如LBO，你可以看出来一个机会，但是你进去的时候量大的话，你两把就把股票搞成涨停板了吧。

阿尔法，这些东西，你通过比别人高的一些技能，可以做得到。另外一个大批量可以赚钱的就是方向性的，你卖空金融，你搞高科技，就是方向性的。大的趋势性的东西，你要比人家看得远。所以换句话说，你要比别人做得好，无疑就是两个办法，第一种你比人家看得远，比人家看得远的人很少；第二种就是你比人家有理

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

性，比人家有原则，有一套管理程序。第一种情况，金融危机的那一次，我是在之前卖空了金融股，但是这种机会很少能确定看得准。第二个就是有原则、有理性，就是你把这些原则写下来，照着办，基本上你会比市场的平均水平做得好一些。你如果 5~10 年都在市场的前 1/3，那你就是巴菲特了。

要赚大钱资产配置会很重要。

做大资金的时候，也就是说你指挥一个集团军和指挥一个游击队会不一样，像管理 100 亿的话，资产配置就很重要了，看准大方向就很重要了。当你只有 1 个亿，重点去挑股吧。

怎么做到承担这些风险?

如果采取一种加倍的方式，就是模型指标超一个标准差就再加一倍投入，一般情况下是对的，但是哪一天碰到一个黑洞的时候，如金融危机，你就可能加倍亏钱。所以我们找一个市场进入的扳机。市场总是走过头的，市场反转的时候，你会看到有一些现象，这就是你的扳机，你等这个东西出来就进入市场。

因为有资产配置，你可以看整个股市，整个债市，整个商品市场，可以这样理解吧。

是的，股市估值还要跟其他市场的估值比啊，例如现在利率比较高，债市估值也好，资金可以选择投股市也可以投债市。另外不能仅看一个估值，估值便宜还可以再便宜。我是把三个结合起来看要好一些。另外市场最关注的是哪一点，这往往是入市的扳机。

比市场更能承担风险、更具理性是否对个人的性格要求很高?

投资性格历练非常重要。我所有的爱好都是一些挑战性的项目，如网球、滑雪，就是这种承担风险和挑战性的项目。投资的第一点，就是你要承担风险，乐意承担风险，你必须有决断力；第二要积极踊跃，就是要积极寻找机会；第三就是均衡发展，投资真正能做得好的，都需要比较理性，同时生活比较均衡，书呆子是做不了好基金经理的。实际上我看好的基金经理都是些多面手，他们不仅智商高，情商也高，毅商更高。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

事件驱动：用定量方法做金融侦探

我注意到你通过对金融行为的观察去赚钱，比如你说可以跟踪一些市场的高频数据，如内部人交易吧，作事件驱动交易？

这是我当时管的另外一个基金，就是找公司事件的东西。

我在波士顿的时候就注意到金融行为学，金融行为学其实包括很多东西，不仅仅是个人行为，包括很多公司的行为，就拿保险公司来说，如亏钱到某一个地步，就有一个止损线，止损线出现时候往往导致大家都卖空，清仓，这个时候市场就有崩溃的危险。

我在波士顿的时候，找了一个麻省理工的MBA，原先是心理学的博士来实习。我们研究这些投资的心理学，看这种市场的行为会怎么样。这些是我们把金融行为学应用于具体投资的开始。这也延伸到我们现在分析中国公司事件的时候，市场可能有那些特别的交易信号。

在中国股市，我们经常第一步能够看到，某个股票会出现某一点大幅上扬的异动。

我们可以推测，一个没有交易经验的人，并且确信公司事件的信息，他的交易行为是比较特别的，往往不假思索，下单较大，往往引起股价震荡。

所以这种股票的交易行为跟一般的机构的交易行为是不一样的。

对，不一样的，但是他决心又挺大，这可以引起我们对这只股票的关注。第一批知道这些消息的人，往往是铁杆确信消息，而且他也不懂如何买股票。这往往是我们观察到的第一个信号。

第二步，也是第二个信号，可能就是一些专业的人进仓，他们进仓就很专业了，他们的目的是低价进仓，价格不动，悄悄地，慢慢地一步一步地买股票。

第三步，消息公布，股价开始飙升了，飙升的时候，你可能要看一下价与量的情况，也就是是否是出货的机会。这些情况，我们可以用高频交易来发现，并做了一些投资策略。

当你发现这个市场上具备了第一个和第二个特点的时候，你们有可能会采取行动？

我们会从历史统计的角度看看具备这两个特点后，股价上涨的可能性有多大，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

空间有多大，然后决定如何行动。

这些市场行为学研究在新兴市场有时候还挺有用，挺有意思。我们可以让计算机自己学习针对这种市场行为，调整相应的投资策略。譬如，把市场最近发生的100个公司事件以前的特征综合起来，这就是我们找蛛丝马迹的线，这跟写侦探小说是一样的。

你们真的用定量工具当金融侦探了。

这也是一个非常刺激、有挑战性的工作。大批传统的定量做法，市场上已经做透了。接下来做的只是一种工艺，你只能把它细致化，做得很漂亮。但我们想做的是一个质的突破。

还有例子吗？

公司事件一般喜欢出现在什么地方呢？首先基本面可以支持这个事件。下面是几个例子，第一，公司的老总是做投行出身的，他喜欢炒这个事情；第二，公司干这个事情有压力，财务上有压力，今年财务不好、不做的话董事会过不去，总得搞出一点名堂；第三，我们还要看看他的财务报表，觉得财务上是可以支持的。

有了这些基本特性，但我们也不能老等着发生公司事件吧，等两年你受不了，等几个月也受不了，那就需要一个扳机。这就是我前面讲的信号，我们看股票有没有异常交易，我也在其他市场，如债券市场、衍生品市场看有没有反应。

你用基本面的、定量的方法，多方寻找证据。

多方寻找公司事件要启动的证据，然后我再进去。我做的这个程序，就像我是福尔摩斯，金融侦探，我要抓公司事件，异常收益。

这个过程简单来说，首先把这些股票做成一个池子，然后，在不同的方面观察这些股票。等待扳机。形象一点来说，警察局要抓酒驾，首先锁定“又开车，又喜欢喝酒”的人，如果看到锁定对象进了酒楼或酒吧，步伐不稳走出来了，重点跟踪，然后在他上车的时候，就把他抓起来了，开个罚单。

很精彩，还有一些例子吗？

另外还有一些市场行为，一个公司它今年业绩不好，明年业绩也不好，后年业

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

绩有两种可能，一种是好，一种是不好。从基本面来说，我也想办法知道好不好，但公司太多，没有时间去一一考察。根据市场行为学我知道，如果业绩不好，股票不会大跌了；业绩好了，它会大涨，因为他已经有两个坏消息了，再坏也坏不到哪去了，已经在股价上打个半死了。根据这个原理，我的策略是买 100 个这样的公司，如果出来的消息可能是一半一半，大概率的情况，我会赚钱，这种策略在中国更有用，因为公司业绩不好还有一张壳，借壳上市还很值钱。

这和前面讲的一般定量投资割稻草是不是有点像?

这种也说是定量投资，但是这种市场行为投资赚的钱又能多一点。你可以从基本面出发，你不是要找很多这种股票，因为确定性很高，找几只股票就够了。定量往往要买一批，如 100 只股票，因为他不确信。某一只股票他不确信，但是统计起来他确信，结果是定量投资收益的稳定性很高。

有人研究定向增发的这种策略，定向增发股集中跌破定向增发价，股权激励也是这样的，在这个市场中间往往会存在这样一些机会。

公司事件嘛，这些比较常见的包括高管增持、定向增发、股权激励我们都做，而且我们也统计了一下，股权激励公司跟非股权激励的公司，从 2005 年到现在，涨幅大不一样，这些都是属于我们公司事件的研究。

你的方法是基本面与定量结合。你在华尔街过来，就是这些定量科学家给这个世界制造了一些机会，但是也制造了很多麻烦，对不对?

专业机构，最重要的是使自己的客户满意，往大一点讲就是，最终是让整个市场更有效吧。股市的个体投资者或投机者，都想的是“投机取巧”，但是最后达成是市场有效。那市场有效的话也是资源的有效配置，所以这样说来我们还在给社会做些有用的事情。

至于作为基金公司，我在想我们的每一样产品，应该跟中国市场其他公司的产品存在不一样的特点，这些特点跟我们过去的投资经历有关，也就是把我们过去投资的经验带到中国。

在完成我们第一次股票型、第二个平衡型基本面投资的基金后，我在把我的经验用做一个量化公司事件基金——量化对冲基金。刚才提到的这些公司事件，市场

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

非有效的现象，实际上将来会越来越少吧，也许可能再过两年这些机会就不明显了。

下一步我觉得固定收益这块是将来的一个发展方向。因为中国融资不仅仅是从股市，更大的一个就是债市的发展。这一块我觉得可能在未来的一两年里应该会发展比较快。

第三我觉得，下一个能发展的是衍生品，因为衍生品相对来说还是更有效的一个工具吧。它只是一把利器，就是比其他刀、斧头更快的一种，实际上是会提高效率。相对来说我们明年在这方面会提供一些产品。就像我过去的经历一样，自己做的那些东西多是把其他领域的一些知识带到投资上面来。把物理、计算机、海外市场的一些东西带到国内。债市和衍生品，我觉得这是发展方向，正好自己在这方面比较有经验。

从定量开始的人对衍生品的理解，要比从基本面入手的人对衍生品的理解要强。

是，因为衍生品关键是风险控制。中国的市场现在容量其实也足够大，也可以提供这样的一个工具，包括卖空、融资融券。市场是圆的，正反面的东西都应该提供。这些东西的提供让市场本身达到一个均衡状态。

如何看股指期货？现在证监会郭主席上任后比较讲创新。

股指期货刚出来的时候，我做了一个模型，刚开始的投资会比较多，前一段时间收益能做 8 个点出来，现在估计做不出来。刚开始的时候，市场有裂缝，非有效，有机会。

股指期货用在公募基金上，通过股指期货，调仓位快，一下子从 40% 调到 90%，很快就调过去了，可以基本上保持原来的结构。可保留原来的规模结构，可迅速进退。第二个是用股指期货作方向性的投资，我们有指数模型，股指期货成本就小许多。

什么事情都不能走极端，金融危机也是美国金融衍生品走极端的结果。因为投资利润较低，金融机构为了达到它的利润，把好多东西大量杠杆化，已经超过基础市场很多倍了。但现在在中国实际上是走的另外一个极端，衍生金融工具很少。如果不让做股指期货基金，改用其他的方法，那我们就要花更大的成本去做。

如果没有股指期货这把刀，砍倒一棵树就惊动了整个森林；有了这把刀，我一下子砍倒十棵树，也悄无声息。

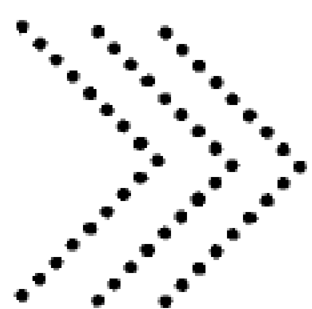
全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

居雄伟 绝对回报数量投资

智诚恒润投资管理[香港]

居雄伟，1971 年生。1988 年获全国高中生数学竞赛湖南省第一名，1989 年免高考进入中国科技大学试点班。前两年不分专业，后两年学的是计算机软件，1993 年进入美国约翰·霍普金斯大学攻读生物统计学博士学位，1996 年转入伊利诺伊州立大学香槟分校攻读金融学博士。1999 年居雄伟取得金融学博士学位后加入对冲基金公司 Deephaven Capital Management 作量化策略研究，2000 年年底加入野村证券国际纽约股票自营部任董事，2001 年起开始管理投资组合。2002 年，居雄伟加入美国著名多策略对冲基金千禧年基金（Millennium Partners）出任董事总经理及高级基金经理。2009 年，居雄伟成立自己的对冲基金智诚恒润投资管理公司。居雄伟和其团队自 2001 年开始操盘以来，连续十几年一直保持了每年绝对正回报的纪录，这中间包括了美国网络泡沫破灭的 2001 年、对冲基金恐慌性去杠杆化的 2007 年 8 月、次贷危机深重的 2008 年及欧洲债务危机席卷全球的 2011 年。智诚恒润总部设在香港，在北京设有研究办公室。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



很多人都有很强的观念，认为数学好的学生作量化投资或交易是很有优势的，一定会做得很好。对理科型人才来说，量化投资是一个天堂般的职业选择。居雄伟却愿意剥掉数量投资的神秘感。他认为数量基础好只是量化投资最基本的一步，绝不是充分条件，离长期稳定地赚钱还远着呢。大家也没必要往量化投资里面挤。量化投资发展空间其实不大，量化投资赚的是市场空隙的钱，市场大部分机会还是来自基本面上的价值发现。甚至金融二级市场本身也不应是最优秀的年轻人追求的一个职业，因为金融二级市场是相当有效的市场。

居雄伟和胡斌可以说是师出同门，他的老师也包括量化价值投资泰斗约瑟夫·拉克尼沙克。胡斌有特色的是资产配置、事件驱动策略，而居雄伟则擅长多策略的全球股票的市场中性投资。为了把量化投资更系统地作个介绍，我专门请谢一之写了一段背景介绍如下：

1952 年，经济学家、诺贝尔经济学奖得主哈里·马克威茨（Harry Markowitz）在芝加哥大学的博士论文《投资组合选择》(*Portfolio Selection*）中第一次正式地将数学方法应用在金融投资领域。他提出了一种量化计算的理论，通过分散投资组合，达到在给定组合预期收益率的前提下尽可能多地降低组合的波动率的目的。这个理论即是现在盛行的现代投资组合理论（Modern

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

Portfolio Theory）的奠基，而现代复杂的随机金融（Stochastic Finance）、衍生产品（Derivatives）定价、风险控制（Risk Management）等金融领域都或多或少地建立在其基础之上。

1969 年，经济学家、诺贝尔经济学奖得主、毕业于麻省理工的罗伯特·默顿（Robert Merton）第一次将随机微积分（Stochastic Calculus）的数学方法应用于金融领域，他通过随机数学的方法来尝试理解金融市场中证券价格的走势情况。同时，罗伯特·默顿和他的助手费雪·布莱克（Fischer Black）与迈伦·斯科尔斯（Myron Scholes）推导出的布莱克–斯科尔斯–默顿期权定价模型，在 1997 年获得了诺贝尔经济学奖。

而在 20 世纪 90 年代末，用数量化的思维方式去研究股票市场的技术面和基本面的数据，以达到挑选股票目的的投资策略在实践中逐渐开始兴起。最近的 20 年中，综合运用高等数学、统计学及计算机科学的方法来解决金融问题的数量化投资，无论是从理论上还是在实践中都得到了快速发展。

有一个形象的比喻，量化投资相比传统的定性投资，就好比西医之于中医。我们看医生，中医是望、闻、问、切，最后判断出的结果很大程度上基于中医的经验，定性程度上大一些。而西医不同，先要病人去拍片子、化验等，这些都要依托于医学仪器，最后得出结论，对症下药。故定量投资更像是西医，依靠模型判断，模型对于定量投资基金经理的作用就像 CT 机对于医生的作用。

所以量化投资有很强的纪律性，所有的决策都是依据模型作出的，可以克服人性的弱点，如贪婪、恐惧、侥幸心理。其次，当市场上有成千上万只股票的时候，强大的定量投资的信息处理能力就能体现出它的优势，能捕捉更多的投资机会。第三，量化投资靠概率取胜，需要不断从数据中挖掘有望在未来重复的历史规律并加以利用，并且是依靠一组股票取胜，而不是一个或几个股票取胜。

在黎彦修访谈文章中，我们讲过，阿尔法可理解为超额收益；贝塔是市场系统风险，可理解为相对市场的敏感程度。居雄伟的投资目标是在组合的市场贝塔值接近于零的前提下实现阿尔法收益，因此可谓市场中性策略。简单地说，就是通过买阿尔法高的股票，卖空指数期货或 ETF 对冲掉市场贝塔，或者买一批阿尔法高的股票，卖一批阿尔法低或为负的股票，对冲风险。如此争取不论是牛市还是熊市都能赚钱。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



>>> 居熊伟（右）参加中国科技大学经管金融杰出校友讲坛留影，颁奖人为中科大商学院院长方兆本教授

>·——·<

绝对回报策略

量化投资在国内还是比较新兴的一个领域，而你在华尔街从事量化投资这么多年，是少有的过去十多年都没有一年亏过钱的人。你当初怎么进入这个行业的？

我本科是在中国科技大学学的计算机，后来去了约翰 · 霍普金斯大学读生物统计学的博士，它是应用统计的一部分。

很多人问我为什么会从计算机转到统计去。因为我更喜欢统计学的思维模式。它是一种连续的、宏观的和不确定的思维模式；而计算机用的是一种离散的、微观的和确定的思维模式。

后来对投资产生了浓厚的兴趣，就转去了伊利诺伊州立大学香槟分校去读金融博士。

当时学统计的时候就已经想到进入金融投资这个领域？

当时应该是对金融有所了解，因为当时科大有一个从海外回来的统计学博士，后来当了科大商学院院长，方兆本。当时他刚回来，我上过他的课，时间序列、随机过程等。他给我介绍统计学在金融方面有很广泛的应用，这我是第一次知道。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

科大也没有金融、管理方面的学科，所以只限于了解，不可能在科大这边实现这方面的积累。所以到了国外就想一边继续学一些统计方面的东西，一边进一步了解统计学在金融领域应用的情况。约翰 · 霍普金斯也没有金融博士专业，所以后来需要转学。

转学的主要原因是当时对股票投资产生了巨大的兴趣。我在霍普金斯读书时常常参加当地华人的投资俱乐部，在那个高科技泡沫时期满怀好奇地进入了股市。当时在美国华人圈子里投资股票，尤其是高科技股票的气氛是很浓烈的。

其实做金融并不需要博士学位。但是我们那个年代的人觉得出国读书还是要读博士，不像现在这个年代是需要什么就学什么，直截了当。所以当时就转到伊利诺伊州立大学去读金融博士学位。

当时伊利诺伊州立大学金融博士班排名大概在全美前二十吧。它的一个特点是有几个非常厉害的教授坚定地不相信市场的有效性，这跟其他很多大学不太一样。这几个教授自己也作这方面的研究，也做这些方面的产业，也就是自己开独立的资产管理公司。他们对我们这样的熏陶我认为是很有益的。当时美国很多更好的学校，金融系的教授们大多是市场有效性的坚定支持者。所以那些学校出来的学生要克服更多的障碍来相信自己其实是可以发掘出产生超额收益的投资策略的。而我受我们老师的影响，毕业时就已经对自己将来能开发出产生超额收益的投资方法充满了热情和信心。

你与胡斌上的是同一个学校，他是MBA，你是博士，你们都师从同一导师吗？

拉克尼沙克教授是我的老师之一。当时整个金融学术界，主流还是认为市场是有效的，也不容易能够赚到钱，所以当时很多金融系的博士一般出来都是做老师，或者是去华尔街作定价、风险管理。拉克尼沙克是量化价值投资领域里一个非常有成就的人，我们学校还有一个叫叶加迪斯（Jegadeesh）的教授是趋势投资（momentum，动量投资）的教父。有这样的熏陶挺好，我认为算是一个比较好的选择。另外就是那个地方也是比较封闭的，读书也读得快一点，所以我在那里待了三年获得了博士学位。

当时选了三篇文章统合起来作为博士论文，叫做“金融风险估计和资产定价”，具体来说就涵盖了风险管理、利率模型、资产定价这些方面的内容。因为我当时也很确定毕业出来不想进学校当老师，所以 1999 年就毕业了，然后去了一家对冲基金

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

Deephaven Capital Management，其实也叫Arbitrade，因为这两家其实是一块的。他们的对冲基金当时主要是做一些可转债套利，正准备要开发统计套利的产品，所以就招了来自统计套利方面当时最牛的公司 D. E. Shaw 的一个前合伙人和另一个资深人士来为他们建立团队。现在D. E. Shaw已经发展成为一个多策略的公司，像PE等业务都做，但是当时还只是做量化这块。后来市场上做得比较好的量化投资方面的人和对冲基金，很多人是D. E. Shaw 的徒子徒孙。

你进去主要作的就是统计套利的相关策略开发、研究？具体工作是什么？

可以这么说，但关于“统计套利”这个名词整个业界并没有定义得非常清楚。当时是在研究如何用量化的方法建立股票和期权的组合。

因为进了一家对冲基金做，所以做的东西比较灵活，比较广泛，不像在大型投资银行那样。量化的方法可以使用在不同的投资周期和不同的资产类别上，可以用在股票，可以用在外汇，可以用在衍生产品，也可以用在短期，也可以用在长期，可以用在基本面信息，也可以用在技术分析信息，关键的是一套方法，是看问题的一套哲学，这些东西才是比较重要的。当然在里面具体做了哪些东西，哪一个市场，哪一个产品，这个会比较杂，也不一定固定。可以说就是用这种量化的方法，这种比较系统性、科学性的方法来分析市场或财务类数据，从数据中找出一些规律，然后科学地检测这些规律，最后依据检验过的规律来进行投资组合。当时主要的研究方向集中在美国股票和股票期权上。

那也就是说用量化可以做的不仅是股票，还包括外汇、可转债等？

我认为目前用量化方法投资可转债的还是相对较少的，但股票、期货、期权、外汇等都可以用量化的方法做。

在这之后是去了野村证券？

因为在Deephaven我们部门的老板一直在加州，他希望所有人都到加州去，我还是希望留在纽约附近，所以没去，去了野村证券国际，日本人的证券公司，它在美国当时也比较有魄力地在发展自营业务，从以前的信孚银行招了一个团队过来做股票自营业务。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

当时它们自营的规模是多大？

这个我不知道，我只管我自己到底能够交易多大的盘子，这个比较重要。另外，因为在国外不像在国内，国内做自营业务一般只是做多，所以你可以把各个小盘子加起来，来衡量总的盘子有多大。而国外自营各种策略混合在一起，做多、做空都有，比较复杂，那么总的盘子就会小于各个小盘子的总和。

当时在华尔街的各个券商自营部，很多是不给操盘手公式合约的，但是野村给了我不错的公式合约，我就过去了，负责帮他们建立一套市场中性的投资组合。

野村证券之后，就去了千禧年基金？

是的。因为华尔街人员一般还是从券商流向买方。我当时觉得最好的地方是对冲基金，券商自营部实际上风险还是蛮大的。事实证明也确实如此。千禧年基金到现在都依然健康地生存着，而且越做越大，已经经历了各种风浪。可是当年的诸多自营部这些年下来，人员都已经不知道换了多少茬了，很多连公司都不复存在了。另外我跟千禧年基金的老板比较对路，他完全掌握公司，只做很理性的商业决策。当时千禧年基金对于像我这样比较自信的、不喜欢复杂的公司政治的人来说是一个比较好的去处。

千禧年基金在全球有多个分部，当时管理着 70 多亿美元的资产。公司做很多不同的、相关性较小的交易策略。也就是说，整个公司是一个大的对冲基金，而这个大的对冲基金是由几十个相关性较小、风险较小、可对冲的小基金组成。每个小基金有一个团队负责管理。公司不断地招这样的团队，然后不断地赶走业绩不好的团队。所以有很多人都在千禧年工作过，但是能长期生存下来的人不多。我去千禧年组建了一个研究和交易团队，用多策略从事全球股票市场中性的组合管理。

真正开始管钱是在什么时候？

我 2000 年年底去野村实际就是去管钱的。真正管钱是从第二年，2001 年 3 月。刚开始不太顺利，后来夏天的时候又重新把模型检查了一下，发现了一些问题，然后在 8 月底再重新开始。交易了大概没多久，就碰上“9 · 11”恐怖袭击事件。公司在世贸中心边上，所以我们必须要紧急疏散到几百公里以外的地方，继续交易。其间有十几天没法交易，然后拼命地重新设置各种东西，后来很快就能用替代方案继续交易。经历过这个事情也挺好。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

“9 · 11”恐怖袭击事件是一个巨大的金融事件，股市跌得很厉害。另外在公司的运营方面也是一个很好的压力测试，因为突然就什么都没有了，也交易不了了，这是蛮好的一个锻炼。更重要的是亲身经历了自己开发的策略在异常状况下是如何表现的，有怎样的特点。业绩基本上从 8 月开始，包括“9 · 11”恐怖袭击事件前后，一直到第二年离开野村都是相当好的，也都比较稳定。次年 9 月换到千禧年工作。

你们的业绩如何?

来千禧年以后，我们从单一做美国的股票，发展成做全球的股票。近年来又发展成做外汇等其他非股票类资产，已经演变成一个多策略的投资组合平台。在 2009 年时我们团队出来成立了一个对冲基金，就这么一步一步地走。实际上十几年下来，从 2001 年开始，一直到现在，没有任何一年是亏钱的。会有亏钱的季度，但没有亏钱的一年。这个应该来说是不太容易的。连续三五年做到不是很难，但是连续这么多年就很难，尤其是中间有很多次金融风暴。

你做到了从 2001 年正式投资以来一直的绝对回报，你怎么理解绝对回报?

绝对回报就是不论牛市熊市都赚钱。维持一两个年度赚钱很容易，甚至在一两次金融危机里赚钱也不难，但长期持续地在各种环境下都赚钱是很不容易的。

那怎么做到绝对收益呢？我举例几种方式。(1) 如果你对市场未来走向有个判断，你可以在你认为牛市来临的时候加仓，在你认为熊市来临的时候卖掉，并做空股票或指数。这叫市场选时（market timing)。如果你的判断大多数正确，并不需要股指期货和融券你也可以做到绝对收益。(2) 如果你不知道大市会怎么走，但是就知道这些股票会比那些股票走得好，那就买入相对看好的股票，卖空相对不看好的股票或指数期货。这叫相对价值（relative value)。 这个要求做空指数期货或者融券才能实现绝对受益。(3) 如果你知道某些资产之间的相对价格应该符合某种数学关系，那么当市场上价格关系偏离时，你就去买相对低价的资产，卖出相对高价的资产，这叫套利（arbitrage)。 套利也可以看做是相对价值的一种。

基本上选时最难做到绝对回报，但市场容量最大。套利最容易做到绝对回报，但市场容量最小，也最容易饱和。

绝对回报当然是投资者所喜欢的，但要获取绝对回报是不容易的。首先市场本身要有足够的无效性， 其次要能很好地做到风险的控制。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

对冲基金理论上应该做到绝对回报，这是为什么你可以比共同基金多收 20% 业绩提成。 但实际上很多对冲基金做不到，也不想去做绝对回报。他们最终给客户的是和大盘共起浮的单边收益。而投资者也没有办法。尤其在亚洲等新兴市场，和现在这个充满高通胀风险的时代，投资者们会为了高收益和抗通胀，而不得不去承担更多的市场系统性风险。

危机应对

你经历这么多年的种种危机，这些危机对于你们量化投资的影响应该是和基本面投资不太一样的，那么这些危机都有些什么样的冲击和影响，你又是怎么度过这些危机的?

像我们经历过互联网泡沫，纳斯达克从 6 000 多点跌下来。经过 2007 年、2008 年行业巨大的波动和动荡，还有 2011 年的欧债危机。经历过的各种各样的事件和风暴还是挺多的。

对于我们做市场中性策略的人来说，市场的大幅度涨，大幅度跌，对我们不一定会带来很大的冲击。反而，许多基于阿尔法的交易策略都会喜欢大的波动。波动幅度越大机会反而越多，收益也就越高。为什么呢？有两个原因。第一，你可以这样考虑，一个市场的时间不是恒定的。如果市场波动率大，那么单位时间里发生的事情就比较多，因此在波动率大的时候，一个月赚的钱就可能相当于波动率小的时候的两个月所赚的钱。第二，市场波动率变大了，大家对未来的不确定性变大，恐慌度大了，这样各种机会产生得就更多了。

所以如果这种波动持续时间不是很长，通常对于大部分对冲基金，尤其是相对价值型和套利型的策略来说是好的。比如说“9 · 11”恐怖袭击事件以后的几个月里，这类策略大部分是业绩很好的。

但并不是任何形式的波动性都是好的。像 2011 年这种情况，欧债危机，就觉得楼上的靴子不知道什么时候要掉下来，而且不止两个，掉了一个又一个，一直掉不完。这就会造成对冲基金全行业业绩受到冲击。量化的相对价值型和套利型诸策略也不能幸免。危机刚来时股市跌，我们还不一定受影响。但跌的时间久了，会导致很多多空策略基金顶不住而出货，因为它们是做多市场的。它们选股方式虽然和我们不一样，但是基本上也是做多被低估的好公司，卖空被散户捧高的坏公司，这和

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

我们有很大的相似性。所以它们出货也会影响到我们的浮动业绩。如果接下来又有大规模的量化的机构因浮动业绩差而倒掉了，那么就会更直接影响其他作量化投资的基金。所以是一环影响一环。还有比如说一个对冲基金既有非量化的多空策略，又有量化的策略。多空策略可能因为做多市场亏得很厉害，导致整个基金要清盘，或者导致券商要求它去杠杆，那就必须把量化的策略也清掉。这样对其他单纯做量化策略的本来业绩不错的基金也会有影响。所以这种事情经常会连带性地发生，最终会波及很多基金和很多策略。所以 2011 年对冲基金行业整体业绩都不好。

所以对各种风浪的性质和持久性，你要尽快作出判断，判断错了或迟了的话代价就比较大。所以量化投资要作得好绝对不是仅靠数学好就行的。经验、感觉和心理素质更重要。数学好是一个必要条件，但绝对不是充分条件。

大家说到 2007 年，2008 年，其实 2007 年对冲领域挑战就很大了，2008 年就不用说了，这种情形下你具体回顾一下，危机或突发事件对你们的影响是什么？你们怎么做的？

各个重大的风险点我们都能够安全地度过，这是我们的一个成功点。尤其是 2007 年 8 月时出现的这么一件事情，就是有一些大的量化基金，用量化选股票和期货外汇的，突然开始清盘，开始卖。因为它们之前的业绩比较差，受不了，要开始清仓了。然而其他类似的量化基金得到消息，想赶在同行前边清仓。于是似乎大家都卖得很急，就导致在一两天之内所有的量化基金浮亏都非常大。然后由于骨牌效应，其他很多人都挺不住了，就加入了它们清盘的行列。

你也同样有很大的浮亏？

对。当时在浮亏很大的时候，别人继续卖，而这个时候我作了一个比较冷静的、理智的判断。我打听了业界其他人到底怎么看这个现象，是不是会跟进，子弹都剩下多少。之后我判断这只是一个恐慌性的抛售，是不可持续的。所以我就没有去大规模地清盘，我的盘子没有作巨大的变动。在估计大家子弹快打光时，加大了仓位。当恐慌性的清盘一结束，市场的确就大规模地回来了，所以我们实现了正收益。但是这一拨有很多人损失惨重无法翻本了。

然后还有 2008 年金融危机，雷曼破产了，带来各种各样的对手风险，就是我都不知道我的钱放在券商那里是不是安全，这也是比较大的一个压力。当时我还在千

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

禧年，我们的账户需要换来换去，也是一个很烦琐的事情。

从金融危机以后，一直到2011年年底，我认为整个市场是一个相对来说比较不太好做的市场。因为各国政府并没有采取一种短痛而治本的做法，都只是那种混，治标不治本，然后把问题往后拖的做法。所以就会导致问题不断出现变得常态化，过几个月就会出些事情。股市不能清晰地往下走，然后再清晰地反弹，总是这么耗着，这段时间应该来说是比较艰难的。

经过危机以后，你会发现对投资者和券商的选择也是很重要的。投资者要稳定，对你要了解和信任。要不会因为他在别处亏钱了，而必须从你这儿赎回以急救他其他方面的流动性需求。另外一定要选定好的安全的券商，并与之建立长期良好的关系。要尽量从券商那争取最大的杠杆额度。这样一旦有浮亏，才不会被券商强行要求减仓。所以不仅市场风险要注意防范，营运风险的防范也同样重要。

所以这些危机事件也都给你们带来很多的风雨。

这么多年下来风风雨雨还是挺多的，但是我们都挺过来了，因为我们高度重视可持续性。实际上这些年很多人会时不时地有一个比较短期的好看的可查业绩，然后就出来开对冲基金，这都不难。但如果业绩在风浪中不能持续，开了对冲基金后过几年也就不行了，关掉，然后换个地方再开，过几年又不行，又关掉。这样在我看来没啥意义。

数量化是对人脑思维方式的补充

量化投资在国内起步、发展虽然也有几年了，但是对于绝大多数人来说应该都还是一个比较陌生、比较神秘的领域，那么作为这个领域内的专家，你自己现在对这个理念是怎么理解的？

可以大概介绍一下量化的思路和理念。人们作投资的时候需要用人脑去分析现有的信息，去作分析，消化和判断。量化无非就是用机器去分析，也就是用电脑去分析。理论上来说人脑一定是优于电脑，那么为什么会有量化投资的一席之地呢？就因为人脑是经过几百万年进化过来，它并不是适合于做任何事情。主要的自然选择标准还是捕食和繁衍。人脑的构造主要是用来满足这些。就是需要人能够很快地捕食，能够吃到东西，能够繁殖后代，所以人脑一定会比较主观，受周围同类行为

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

的影响，必须要有足够的冲动性、联想性、主观性和对危险的恐惧性。所以人脑就不会拥有最适于投资的判断方式和情绪模式。它是几百万年下来自然选择的一个结果，很难在几百年里面改掉。所以它一定有这个缺陷，各个民族都有，不可能对公司所有的信息作完全客观的分析并在操作上作最理智和冷静的判断。那么这种情况下，用电脑或流程或机制作有纪律的、严谨的、比较客观的分析，就有了一席之地。

所以它更多的是一种思维方式。

对，更多的是一种思想，一套哲学，一个体系。就是通过有纪律性的、系统性的和科学的方法来分析信息，来作投资判断，理性果断地来作配置、风控和退出。

这个体系还有个特点，就是它可以科学地融合很多单一的风格。通常我们可以把投资风格分为好几类，比如价值投资、成长投资、趋势投资、事件投资等，有各种套路。有的人说绝对要价值投资，有的人说必须要在成长行业买成长型的公司，就会有各种争论。但是用量化投资的方法，这些就没什么好争论的，各个风格其实都不冲突，是不同维度上的东西，可以根据投资人的风险偏好、产品的规模和流动性条款，用量化的方式把它们有机地包罗起来。

那么量化相比人脑呢？它会不会最后取代人脑去投资？

我觉得量化是对人脑投资的一个很好的补充，但是它永远不可能代替人脑。看公司最好的方式永远是人去看的，人去判断，但是人有这个问题，就是他不能够完全的理性。量化、系统化或流程化就可以成为人脑作判断的一个很好补充。量化有这些特点，它比较有纪律性，比较有耐心，与周围不太相关，比较客观。它的存在来自对人作判断的补充。它一定会存在，但永远无法替代人脑。机器对于复杂事物的判断是很有局限性的，而模型一旦复杂了就可能无效了。

那么你们认为你们成功的最关键点是什么？

天下聪明人很多，你能看到的别人也能够看到，你用的数据别人也可以用，除非你用的数据别人很少能拿到，要不然的话基本上你们看到的东西是相似的，所用的方法是相似的，那么接下来看的就是对模型的判断了。

所以我认为成功最关键的是对各类模型都要有一个非常正确的判断：到底这个模型是不是在目前情况下管用？它会如何改变你的组合的各种风险指标？它的生命

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

周期还有多久？

一个新的量化基金最要防范的错误是使用无效的和失效的模型。有的是因为当时发现的就是无效的海市蜃楼模型。有的则是因为刚开发时模型还有效，但后来做类似模型的人多了，就失效了。导致使用无效的和失效模型的主要原因通常在于对自己团队“天赋”的高估和对人才局限性与竞争增长速度的低估。

好的判断来自长期的经验和科学的思维方式。另外也需要有一个果断的行动来处理这些判断。你永远也不可以爱上任何一类模型。如果有客观的分析认定某类模型不再管用，你要坚决地换掉。

比如说这个模型，我认为它不行了就把它的权重降成零。这是做量化的一个优点吧，你可以做得非常及时和果断。我可以一夜之间把价值类模型的权重全部降到零，而一般的基金公司和券商自营部总不可能立即让价值类型的基金经理或操盘手全部下课吧？

所以就像刚才提到的，客观性是量化的一个非常重要的优点。

做量化的都很容易做到客观性。反正都是模型，都是数字，都是一套系统或是流程。这是量化投资的一大优点。但仅有客观性是不够的，要不然也不会有那么多做量化的人不断被淘汰。对这个客观性程度的把握是很重要的。有些人不成功，要么就是过分专注于过去，该变而不变，对现在新的东西缺乏适应，要么就是太主观，跟人脑一样主观，见风就是雨。

那么在量化投资这个领域都出过哪些特别有名的投资家？如果现在说到价值投资大家都说巴菲特，那说到量化投资呢？

只能说有团队吧，像复兴科技（Renaissance Technology）的团队，他们就很厉害。量化投资其实不像用人脑投资的人（如巴菲特）会到处推广和宣扬一套风格，让某个风格鹤立鸡群。做量化的最怕的就是鹤立鸡群，或者说最怕别人知道你的赚钱风格。

会不会产生一个结果，就是一旦有人以某个方式作量化投资，其他人也学着以这个方式作量化投资，他们得到模型的相关性就会很大，很相似？

是的。作量化投资相互之间的竞争的激烈程度比非量化投资之间的竞争只会更

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

激烈。为什么呢，比如说大家都知道巴菲特是价值投资，但是其他价值投资者要做到和他相似的组合很不容易。即使看到的有价值的公司和他差不多，但在各种艰难的时候对自己判断的执著程度也不可能一样，不论你读了他多少本书。所以在市场上找到和他相似度高的组合是很难的。

但是量化不一样。大家都用科学的方法去发现和验证策略，最后找到的东西是相似的。所有模型研究的来源都是公开数据，另外总有很多大学教授在不断地发表论文，把部分模型和现象公开，那么最终相互之间的相似性就会较大。

还有一个原因造成量化之间的竞争比非量化更激烈，就是量化投资的风险相对比较容易控制。这样一来人才不易被误杀，好的一般不会下岗，下岗的通常不好。而非量化的投资人员由于组合的波动率较大，很有可能发生好的基金经理由于运气不好被错杀的情况。非量化的投资圈就像一个非常颠簸的过山车，里面总有人被甩出去，所以车里较空。而量化的投资圈就像一个平稳的地铁，大家都挤在里面，也不容易被甩出来，所以每个人的空间都不大。

胡斌说量化投资可以分成三个层次，第一个层次是使用有效的因子投资，比如说你买所有市盈率最低的股票，就认为市盈率最低的就能赚钱；第二个层次是因为你不知道哪些因子未来会更有效，那就把过去的环境和现在来作对比，然后判断现在哪些因子能够赚钱；第三个层次是除了这些之外，再结合你这么多年的经验，加入主观的经验跟判断，然后到了第三步这一层次就是真正没有人能够模仿出来的了。

我基本赞同。

简单的模型可能很多年前是好用的，但是一旦用的人多了就不行了。比如十几年、二十年前，低市盈率的股票被投资者忽略，你去买就能赚钱。很多人发现这个问题，就简单地去买低市盈率的股票，也不管它是什么行业，也不管它是什么成长期，也不管它到底为什么市盈率低，你就买，那么就造成一股脑，就造成股价单纯从市盈率来看已经不能反映其价值被低估了。那么这时候你再用简单基于市盈率的模型的话就会掉入陷阱里，就是会被市场淘汰。

然后大家就逐渐地开发复杂点的模型。但是不管多复杂的模型，只要是基于数据发现的，去探索出来的，一定会有其他人同时在看，同时在用，不管你是用简单的办法去打分排名，还是一种很花哨的数学模型，只要用的人多了，必然会因交易而失效。所以再好的模型也有它的寿命，也会有一天完蛋。这个时候，重要的是根

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

据自己的经验对将来作一个判断：什么样的模型会有效，什么样的模型会失效。这个就很少人能做到了。

所以从根本上说，人的经验和判断也是非常重要的了。

是的。最根本的还是人的经验和判断。这点和非量化没有本质上的区别。只是我们判断的东西不一样。对于作非量化投资的人，每个股票投资他都要去判断。我们所需要判断的是其他方面的，通常是更宏观一点的东西，也就是之前所说的各种判断。

因子驱动捕获超额收益

刚才你说到量化投资更多的是一种思维模式，而本质上来讲人的经验和判断也是很重要的。你以前也说过，在少数股票的层面上，投资是一门艺术，但当大规模地看上千只股票时，投资就是一门科学。那从科学的角度看，讲得再具体一些，你们的投资策略是什么样的呢?

我们系统性地寻找超额收益，这和传统的一只一只股票看的方法不一样，我们从大量的数据中搜索各种超额收益的可能来源，分析这来源背后的原因，然后再从历史数据中寻求验证。通常每种来源都是针对某一类型股票的综合判断，而不一定是针对一只股票。所以说大规模地看成千上万只股票时，投资就是一门科学。这就像一杯水，如果看微观，似乎杂乱无章，各个水分子的运动有快有慢，各有不同，很有个性，精彩纷呈但没有头绪。而宏观来看待，就更能看到规律和共性，温度代表水分子的平均运动速度，深度决定压强，水波运行和反弹都很有规律。这是一个科学的系统。我只能找到“科学”这个词来概括对这个系统的要求。“科学”是一种看问题的方法，一种哲学。

那科学性对投资带来了哪些变化呢?

科学性带来了优点也带来了缺点，如果大家都艺术化地看问题，多样性就会慢慢变多。但如果大家都从科学的角度看问题的话，多样性就会渐渐失去。所以，大家进行系统性投资的一致性相当高，总会发现相似的东西，相互竞争激烈。在传统的投资方法下，投资是一门艺术，每个人都有自己的方法，家家不同，同质性不高。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

另外，艺术的东西不太容易学会，但科学的东西别人很容易学会，这也是将来竞争会较激烈的一个原因。

所以说你通过量化的方法选股票，主要的思路就是股票超额收益都是由一些因子来驱动的。

表现出来的是各种因子驱动，但本质的原因，是一些人性特征上面的，不适合投资的一些东西在作怪。看公司，大家都跟风，什么热买什么，追涨杀跌，一旦跌了就不懂得卖，自己喜欢的公司一旦有负面的消息出来就不愿意接受这个事实，不太愿意很好地去消化，去了解，等等。就是一般的机构投资者，个人投资者，他们投资上的一些比较系统性的可以说是缺失吧，导致了用这些个因子可以抓住一些市场的无效型。

所以并不是这些因子驱动，只是方法上可以用因子来捕获这些东西。

对。所以你可以发现不同因子对应不同的模型，操作上可以用因子来判断，来识别模型，但是从根本上讲不是它们驱动的，还是投资人作判断和一些行为特征，以及其他各种投资与交易上的非有效方式，各类不合理的政策等，来驱动的。

那么量化投资和高频交易应该是不一样的，对吧？

这是从不同的方向判断不同的问题，不同的维度。关于频率的高低，任何投资或者交易都有一个频率，一个持有周期，不同的持有周期有不同的交易，就是有不同适合的东西。只不过高频实在高起来，是人做不了的，必须是机器做了，但是你不能说所有的量化都是高频交易的，不一定。量化可以用到任何的持有周期。只不过当频率太高时，只有量化才能处理得过来。所以不能把量化的都等同于高频交易，好像在低频上面量化就不能做，不是这样子的。

市场趋于有效与人才相对饱和

一开始你提到过市场有效性的问题，那么从你作量化投资的角度，对市场的有效性是怎么看的？

股票市场是非有效的。正因为市场是非有效的，所以我们用科学化的方法进行

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

投资还能有利可图。如果市场完全有效，那么无论我们用什么方法都是赚不到钱的。实际上我们从事对冲基金这个领域，就必须承认如果做单边的话你可以做到好于大盘。这等同于你不承认市场是完全有效的。如果市场完全有效，跟着指数走就好了。

但是有效性是在逐渐升高吧?

对，这个有效性在不断地升高，也就是说赚钱的机会在趋向于零。机会是存在，但是机会越来越小。为什么呢？因为做的人越来越多了。我认为整个二级市场人才是供大于求，尤其是量化方面的，这是教育体制决定的。所有的人一进学校首先接触到的是自然科学。然后选专业的时候总是受父母和学校老师影响，认为理工科是一个很自然的、非常靠谱的选择，尤其是聪明的孩子。这个决定方式跟整个社会的需求是脱节的。那么一旦他们读到博士，或者说是硕士，发现这个脱节以后，他们想换的话，人是有惰性的，首先想到的是换去一个领域能够继续运用这些量化技能，又能够多赚点钱，他会很自然地想到量化投资。所以现在跟我们当年比起来，知道量化投资、愿意作量化投资的，并且很有自信心，认为自己能做好的人多了可能几十倍了。但是整体机会是比当时要少了，因为有很多模型已经在用了，现在各种各样的机构投资者越来越多，多空策略基金越来越多，对冲基金也越来越多，它们都把这些市场的无效性给侵蚀掉，给分掉了，所以整个机会少了。然而立志于此的人又多了，所以是一个竞争非常激烈的行业。对于还没有进这个行业的有志青年来说，你们可以把市场看做是有效的，然后从事其他行业去，这样对你们来说可能是一个更好的选择。

国外市场主流应该认为市场是很有效的吧。

我记得非常清楚，在我刚去伊利诺伊的时候，在拉克尼沙克的课上，他说了一句让我非常失望的话，就是说“金融市场是最有效的市场”。这一点没错。他的意思是你如果要赚大钱，就别学金融。我还记得黎彦修在很多年前，大概是 2002 年或 2003 年，在旅美华人金融学会会议上就说过，套利正在死亡。实际是说二级市场做相对回报的策略的机会在消失当中，在饱和，你们该干其他行业去了。但是我当时挺自负的，认为对别人来说是饱和了的，但是我比别人聪明，我可以做得比别人更好。人总是有这种不服输的心理，尤其是年轻人。 所以并没有按照拉克尼沙克和黎彦修充满睿智的判断去转行，还是坚持下来了。他们都是至少 10 年前说的这些话

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

了，现在的饱和程度又比当年更高了。

说到饱和的领域，你们这种数量化的策略相比其他策略来说，容量应该是比较小的吧？

任何交易策略或投资策略都是有容量的。举个例子，很多投资策略是基于小盘股的。长期来说，小盘股的收益率要比大盘股好，这是全世界的共性。但这种策略的容量比较小。如果投进小盘股的资金跟投进大盘股一样多，那市场就会被哄抬上去，小盘股也就不再便宜，小盘股基金收益率也随之降低。

很多对冲基金在几千万美元规模时业绩很好，然后拼命融资，一下子变成几十亿美元的规模，业绩随即就下滑。这是因为它们没有研究其策略的容限大小，没有考虑在资金扩容后回报是否会降低。对冲基金为了收取更多的管理费而盲目融资，这种行为很不负责任。

这些年新兴市场出现了很多对冲基金，因为概念很热，其成长速度非常快，但基金的容量究竟应该多大？这是个值得关注的问题，毕竟有些股票的流动性不太好。

在美国，套利型基金，即绝对收益高、风险小的基金，其容量都不大，最多几十亿美元。与之相比，高频交易的基金的容量更小，可能最多不到 1 亿美元。容量最大的基金是那种做宏观经济的、外汇、固定受益类的基金。这些基金，如果在 1 亿美元的规模时能赚取一定的回报，那投入 10 亿美元的资金，它们的回报基本上也不会改变。但就大多数做股票套利的基金而言，如果把原来 1 亿美元的规模乘以 10 倍，那它们的回报率肯定会有所下降。

所以说做的人这么多，比较饱和，应该使量化投资这个行业不管是现在，还是接下来的发展都非常有挑战吧？

对，就是做的人多。所有领域的挑战就来源于同业做的人多。比如你要做得好，等着别人被震下去，等着别人被淘汰掉，你就可以存活了，无非就是这样子。在国内可能还有一点，就是因为中国人喜欢一窝蜂，不像老外对竞争比较回避，他们有意识地主动回避，他们的词汇中没有精益求精、薄利多销、愚公移山这些成语，但中国人有。所以我们将来可能恶性竞争的激烈程度更大，做得不是很好的人会被更快地淘汰掉，做得好的人在竞争中忍受的磨难也更多。

另外投资者对量化投资不了解，以及一些不切实际的期望，都是将来对量化投

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

资的一些考验吧。

不过，在我们的行业中，每个人的背景不一样，看问题的角度也会有所不同。同样是量化方法，俄罗斯导弹学家的建模和一位科班出身的金融博士的建模就不一样；再者，每个人所能挖掘到的因素也会不同，就像挖矿，同样是用系统性的方法去挖，结果有人挖得到，有人却挖不到；另外，每个公司的风险偏好也有差异，有的公司风险偏好较高，它就会去赌系统性风险，而有的公司完全不喜欢风险，就不会去赌任何的系统性风险。总之，在切入点、挖掘因素的方向以及风险承受力方面存在的差异，导致每一家公司虽然相关性很高，却并不完全相同。

我们经历了各种风浪，经历过了全球各个市场，也看到了各类模型在各个市场里如何趋于饱和和失效，在各种惊涛骇浪里冲过来了，应该是比较能够面对这些未来的挑战的。

过度的数据挖掘大多是海市蜃楼

你之前说过有一句话叫“过度的数据挖掘大多是海市蜃楼”。

对，基本上就是这个意思。我们这个领域很大一部分被淘汰掉的人是因为数学太好，这个听上去有点奇怪吧。因为他们喜欢过度挖掘数据。并不是说数学越好的人越能够在这个领域成功，事实经验完全不是这样子。在这里边海市蜃楼非常之多，所以导致很多作量化投资的人在刚进来的时候，他会受这种海市蜃楼之害，因为在很多数据上面，比如说反转交易，你随便拿一个数据，即使美国现在这么有效的市场，你拿股票收盘价分析，你也可以发现有反转的现象。但这些简单模型在实战中根本无效。很多没有经验的、刚入行的、统计知识好的人一看，就说这个东西能赚钱。

所以是害了这些数学好的人。

他们如果以此作为事业选择的一个判断依据，他们就会把自己害得很惨，他会看到海市蜃楼，然后他们去忽悠别人，或者被别人忽悠，就不再继续学习了，然后自己去单干了，会发现最后原来赚不到钱。当他们赚不到钱的时候，他们很难自己想明白，除非有人指点他们，到底他们为什么赚不到钱。他们一定认为这个系统错了，数据错了，交易上有问题，等等。实际上有些东西根本就不在那儿，再怎么样

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

聪明的交易方法也抓不住。所以对年轻人来说一定要有耐心，看看清楚，要有一个比较好的方法，否则老是被这个海市蜃楼折磨，老是觉得自己这么聪明，为什么赚不到钱。我们周围有这样的人，虽说是名校毕业的博士，然而老是为海市蜃楼所苦，老是觉得自己发现这个模型很好，到处给别人说要不要试一下，最后真的让他试他也赚不到钱，十几年下来都是如此。

如果从全世界的角度来看，量化投资几十年前开始兴起，现在来看全世界通过量化投资所管理的资产规模，还有它在投资行业所占的比例，还有很大的发展空间吗？

已经基本上稳定了，没有什么大的发展空间了，就这样了，除了像中国这样的新兴市场以外。任何一个行业发展了十几、二十年就基本上饱和了，量化也基本饱和。量化整体还会涨，它跟整体股市涨的幅度差不多的。它这块饼的比例已经确定了，就是它作为人脑投资的一种补充，可能现在是 70%的资产是靠人脑的判断，30%是靠机器的判断，但是已经确定了，没有办法显著性地更大。实际上很多大的买方公司，只做多的公司，你只要看人数相对资产规模比例低的公司，它一定是已经用了量化的。它没有办法去一个一个公司地看，管不过来。然后每年收益比指数跑赢一个点、两个点就不错了，很多公司都是这样。所以我认为在全球范围里基本上已经到了瓶颈，那么新型市场中，像巴西、阿根廷、印度、中国，你说有机会吗？肯定有，因为有壁垒。但是壁垒一旦消除，聪明人眼睛都盯着它，饱和得也会非常快。中国将来就会这样。

那么国内量化投资的现状跟国外相比差别和差距都在哪儿？国内的现状是怎么样的？

国内问题是出在两个方面，一个就是不能有效地去卖空，另外就是不能有效地去融资，就是加杠杆。我认为中国这个市场你可以做出来的跑赢指数的超额收益是全世界最大的，为什么，因为做的人很少，但是即使是最大的未来也会只有个位数。美国可能只有 2%、3%，但是美国你可以把它乘 10，因为它可以加杠杆，每年可以给 20%、30%的回报，然后波动度可能就是回报的 1/3、1/4，结果夏普比率是 3~4。投资人会对这样的回报满意。中国也许超额收益远远高于 2%、3%，可以到 10%以上，但是因为不能加杠杆，对投资者来说并不十分吸引人。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

另一个是无法有效地去卖空。融券在中国是很困难的。当然你可以通过指数来对冲，但是要比用融券来对冲，风险大很多。

另外国内的法律也非常零乱，比如说信托可以做这个，不可以做那个，合伙人制的企业可以做这个，不可以做那个，就是说给人感觉比较零乱，所以这个壁垒还是蛮厉害的。

所以像你说的，量化的市场中性的策略要在中国做是有很大的阻力的。另外，如果在中国做，是不是还有一个问题，就是可能信息没有国外那么准确，那么透明，比如说一些财务数据。

这个实际上是双刃剑，有好处也有坏处。坏处就是，如果很愚蠢地直接利用这个数据，你肯定会被误导，肯定是亏得很惨。但是好处是什么呢，就是这个东西好像带刺的玫瑰碰不得，如果有些人懂得怎么把刺去掉的话，就能够做得非常好，所以这是双刃剑。但作量化投资的人真正怕的不是这个，怕的是变化。比如过去几年会计准则很乱，现在变好了，或者中间有一段时间，为了实现管理层的某些目的，这几年有意把业绩做差，过几年业绩又好了，类似这样的东西实际会伤害到作量化投资的。因为历史的可持续性是假的，不可持续的。但如果一直很差，一直带刺，玫瑰都带刺那也行，无所谓。

那么量化投资对整个资本市场有什么贡献吗?

有几个方面的贡献。第一，它让这个市场更有效，更理性，好的公司更容易融资，坏的公司泡沫也更不容易产生。第二，它提高市场的流动性，也就是成交量。在美国，股市的交易量里至少有一半以上是量化交易贡献的。所以在美国买卖股票，市场冲击成本是比较小的，股价相对比较坚实，而国内相对来说市场冲击比较大，股价相对易滑动。第三，它降低股市的波动度。因为它通常会在跌得多的时候买入，涨得高的时候卖出。 量化交易多的市场股票的波动率通常是较低的。所以没有什么负面的东西，唯一有可能有负面的就是有的人三脚猫程序编得不是太好，有些逻辑上的错误，导致一些愚蠢的连锁反应。像 2009 年，美国有一天股指道琼斯几分钟内跌了 1 000 点，后来马上又弹回来了，就是有一些程序上的逻辑问题。我认为在中国这种风险防范起来也不难，我们交易所有涨跌停板的机制，美国没有。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

全球数量化投资机会

现在从量化角度来看，你觉得全球各个市场的投资机会在哪呢？

你看看哪个市场的规模较大，波动度较高，各种各样的情况比较多，不管是短期还是长期的，这样的市场通常机会较多。

另外一方面也很重要，就是市场的成本和壁垒。我们需要市场交易成本低，融资融券成本低，融资融券额度高，资金进出方便，这是很多新兴市场所不具备的。实际上美国依然会有很多机会，因为它的壁垒低，成本低，股市的整体盘子大。

我觉得将来量化发展趋势，一个是全球化发展；另外一个是往不同的资产类别发展；还有就是跟传统的非量化的模式相结合，开发和纯量化所不同的混合型产品，这是我们的一个发展方向，也会是很多非量化基金的发展方向。

你现在对想从事量化投资的年轻人有什么建议？

在量化策略研究方面，你不会确定地知道朝哪个方向才能走向成功。如果靠科技天赋一定是最佳成功路径的话，那么这个市场早已成熟。因为科技人才是很多的。只能说，科技天赋是成功的一部分要素，在我们这行想要取得成功，还有许多其他从书本上学不到的因素起更大的作用。

所以，我不担心也不认为会突然冒出一个能够获得诺贝尔奖的天才找出模型把所有的钱都赚走。事实证明，在华尔街真正做得好的人，也不见得就是科技天才。

在这行如何才能获得成功，这不太容易总结。正因为不容易总结，才说明做这行要成功不容易，也因为如此，做这行还有饭吃。如果可以清晰地定义和找到这行所需要的人才，那我认为就会有很多成功的人。

我们这个行业，表面上看是一帮搞理工的、思维科学化严谨化的人在做。但这毕竟是一个股市中的博弈，在真正的炒作过程中，在面对严重的失败时，还是需要很强的心理素质和心理承受能力，要能冷静地分析、判断、总结、提高。事实上，并不是书读得好的人就一定具备这种心理素质。

此外，我觉得悟性也很重要，经历同样一件事，有的人能悟到，而有的人却悟不到；心理素质要好，赌徒心理不能太强，但又不能一点也没有。另外，理论与实践的结合程度要好，应用程度要适中，既不能太过于强调理论，又不能过于注重应用；主观与客观的尺度要把握好，不能太主观，又不能太客观。总之，能在这个行

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

业获得成功的人需要很好的各种素质的组合。

从事这一行，不仅需要智商，心理素质，还需要运气。因为即使再好的模型也只能从统计意义上赚钱，不可能绝对赚钱。模型有可能是对的，但在投资人对你建立足够的信心之前就亏损很厉害，你就会下课了。

我前面讲过海市蜃楼的问题。很多年轻人低估了赚钱的难度。一旦看到了模型有好的测试结果，加上短暂的实战结果，就过度膨胀，急于求成。他们很有可能看到的只是海市蜃楼，根本不在那。也可能当你作研究的时候确是在那，但你没想到其他很多机构的年轻人也在看着类似的模型，同样激动着。你之所以在研究中发现这个模型赚钱，是因为你所研究的历史时段中做的人少，但当你真正开始启用这个模型时，别的机构也开始了，历史已经改变了，模型的实际业绩会和你的预期差距非常大。

作量化投资的要增加模型太简单了，改个程序，按个回车键就行了。相比之下非量化投资要增加一个策略或增加一个基金经理不会这么容易。所以量化策略的衰减会比非量化的更快。

另外经验不多的人通常会低估一个模型的市场容量。当看到这个模型用在几千万的时候有很高的回报，就会觉得用在几亿、几十亿的组合上也会有近似的回报。他们没有经验，不知道很多策略的市场容量是很小的。

所以年轻人不要轻易被自己忽悠了，轻易地觉得自己的模型有多好，市场容量有多大， 然后过度膨胀，急于求成。中国的很多投资者比较轻信，也没有经验，会把钱拿给那些被自己忽悠了的“天才型”人才去管理，但结果是业绩让人失望，而心急的年轻人也断送了扎实学习、积累经验的好机会。

我觉得这个世界变化非常快。将来 10 年、20 年，年轻人要把基本功做好，学好，然后要对这个世界充满好奇心，要有很多原生态的好奇心和兴趣。另外不要给自己设条条框框，说一定要做什么不做什么。将来这个社会到哪步，到底会需要什么样的人才是很难现在就下判断的。你要根据当时的需要再看自己感兴趣的东西来定自己的方向，可能跟过去是非常不一样的。千万不要盯着别人已经走过的路，比如说谁谁作过量化交易，一定很好，数学好的人、统计好的人就一定要做这个，千万别这么看。很有可能统计好的，现在最好做的是移动互联网，或电子商务里面的数据分析，或者是我当时学的生物统计里面的数据分析等。可能这些东西的社会需求远远大于二级市场上非有效性的分析。可能二级市场上本来只有不到 1%的定价

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

错误，你再怎么去抠也没有什么好抠的。我觉得不要给自己下一个套，让自己的路走得很狭窄。

那么你觉得成功需要什么样的品质，或者天赋？

当然运气很重要，除此之外成功的最大要素是选对方向。有句话叫做“男怕入错行，女怕嫁错郎”。要选未饱和的行业和竞争不太激烈的方向，不能太固执。还真不一定应该鼓励大家坚持就是胜利，我是觉得这话说起来好听，激励人， 但真的可能会耽误很多人。 用在 70 后、80 后身上还行，因为过去和现在中国大多数行业欣欣向上。但是在将来的中国，饱和的夕阳产业越来越多，这句话就会耽误人了。我认为不管用了就撤，就立马换方向。就好像你如果去一个地方挖矿，刚去这个地方有矿，随便你怎么挖，挖下去肯定有。但现在不一样了，现在基本上能挖的都被别人挖走了，如果这个地方挖下去不行，你就要换个地方。要有一定的灵活性，不要太固执，要有比较好的感觉和嗅觉，这样才行。

另外，你一定要跟别人不一样。如果你学习非常好，但其他方面都跟别人一样，你就没有任何特色了，人才市场上像你这样的供给就会很大。但是如果你跟别人不太一样，总有些原生态的特点，无论是思维方式还是人格特性，那么将来不论做什么，都会有点与众不同，面对的竞争就会少些。如果你选择的是个很有发展的领域，你也有点与众不同，那么接下来，你就可以通过坚持、努力和实干来获取成功了。

作量化投资就是这样，你必须把握住方向，有比较好的嗅觉，不固执，有与众不同的看问题的方式，在这些东西和必不可少的运气的基础之上，加上勤奋就可以获得有限的成功了。为什么说是有限，因为你要受该领域不断饱和的大局的限制。

你这么多年一定是坚信量化投资是有效的，那么这个想法有没有动摇过呢？

做任何一个事情，比如说开餐馆，只是那时候你坚信它赚钱，所以才想开。任何人如果坚信某一个行业永远都好，那是一个愚蠢的想法。我只能说当时我认为量化投资是永远会存在的一个东西，会作为一个人脑分析的很好的补充，同时它相对的平均获利也不会输于人脑分析。但绝不是说它永远是个好方向。如果新兴的东西产生，年轻人应该去追求那些利润最大的、社会最需要的东西。所以我认为量化投资一定会存在的，一定会有效，但是你要说这个利润空间永远不会降，那是一个愚蠢的看法。它服从于所有的竞争原理，供需关系的原理，这是最根本的真理。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

不要扎堆，市场远远比你想象的更容易饱和。现在很多在这个行业里的人没有意识到这个，尤其那些教授把这些发现的东西发表了，总觉得这个东西可做的人很多，可以赚钱的人很多，市场容量是很大的，并不是这样的，完全不是这样的。我们对竞争的激烈程度要有一个正确估计，就是竞争比你想象的要更快、更早、更猛烈地到来，尤其在中国。

你一直很关心中国的养老问题?

全世界可能没遇到过一个老龄化来得这么快的国家。现在每年都是劳动力紧张。中国有人力优势，所以发展这么快，但经济起飞后发现当年把油箱（指人口红利）当做负担给扔了。人口的快速老龄化会给我们的养老带来很大的挑战。现在 40 后、50 后可以花十几万元购买一个 80 后一年的服务。但未来 60 后、70 后可能要好几百万才能购买 00 后一年的服务，因为 00 后的人口比 80 后少多了。将来的养老成本会比现在高很多很多，这无法通过投资股市来实现。除非到时候中国从国外大量移民。即使如此，我们这代人要有工作到老的思想准备。

我也担心人类在 21 世纪末会变成啥样。当年，我问过你，如果你的模型连着两个月不赚钱，你会不会进行修正?现在我想问你，如果有一年，你不再继续保持绝对回报记录了，你会怎么办?

在这行做久了，现在的我不求结果，只求按自己的客观判断来做事。至于最终结果到底是好是坏，回报是高是低，我无法控制。实际上，所有人都面临同样的问题：在不确定的大环境下做确定的事。大起大落地坐过山车对身体不好，中国的养生之道讲究心情以及各方面都要有规律和相对平和。在回报相等的情况下，我会争取减少投资组合的预期波动。这样不仅对投资者负责，而且对自己的健康负责。我们会不断开发新的模型，改进现有模型，积累各种经验以面对未来的挑战。绝对回报的纪录我自信能继续保持，真不能保持了，我也会泰然处之。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

致　谢

首先要感谢本书所有接受访谈的杰出投资经理的大力支持和持续专业支援，与这些各有特色的顶尖高手的深度交谈，就似一场场畅快的投资之旅。感谢投资经理助理谢一之和张冠华为访谈所作的大量资料搜集、访谈参与及初步整理，他们具有专业挑选海内外投资经理的经验，这一项目的辛苦劳累我们一路走过；感谢中信出版集团陈非总和吴宁总、沐融融编辑，因为他们的欣赏、鼓励和支持，此历时5年的项目才得以与读者见面；感谢张志雄5年前一道首次访谈，本次他因繁忙未能参与，但给予了有益忠告和建议。

特别感谢生命人寿董事长张峻、生命资产管理总经理黄新篑的大力帮助和指导。感谢保监会、证监会相关领导对项目的大力支持指正，各位名字我就应约不列出。感谢中国证券投资基金业协会副会长、华夏基金前总经理范勇宏，博时基金总经理何宝，富国基金总经理窦玉明，易方达基金公司董事长叶俊英，博裕资本首席执行官、平安集团前总经理张子欣，国海富兰克林基金前总经理金哲非、现总经理李雄厚，泰康资产管理公司首席执行官段国圣，Avenue资本董事总经理姚毓林，德意志银行前基金经理李凯，国投瑞银前副总经理陈进贤，前Hindsight投资总监钟明颖对项目的支持、建议和指导。特别感谢上投摩根基金公司前总经理王鸿嫔、第一上海副总姜晓天、Acru资产管理合伙人陈利宏（Billy Chan）、Keywise资产管理郑方总经理、GE资产管理中国总经理周平等，对杰出投资人的名单提出了宝贵的建议。生命资产组合部总经理朱圣春博士、Hay Group高级顾问王继伟、德意志证券香港高级风险管理师周海江博士，也对本项目提供了非常多中肯的建议和众多的帮助。过去5年，有诸多投资总监、基金经理、业内专家、读者和朋友对名单、访谈提出很多好

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

的建议，在此我也不一一列出，真心感谢你们未来继续指导，继续这一社会实践。

5 年前我在美国学习期间，得到了很多领导和业内单位的帮助，使得该项目得以起步。因此，在此再次感谢平安保险公司董事长马明哲，博时基金公司前总经理肖风、前副总经理杨光启，原纽约大学、现长江商学院教授梅建平，对美国学习访问的支持。感谢嘉实基金公司和其外方 Deutsche 资产管理、海富通基金公司和其当时外方 Fortis 资产管理、前友邦华泰基金公司和其外方 AIGGIC、上投摩根基金公司和其外方 JP Morgan 资产管理、景顺长城基金公司和其外方 Invesco 资产管理、招商基金公司和其外方 ING 资产管理、中银国际基金公司和其当时外方 Merrill Lynch 资产管理、建信基金公司和其外方 Principal 资产管理、工银瑞信基金公司和其外方 Credit Suisse 资产管理、光大保德信基金公司和其外方 Prudential 保险、交银施罗德基金公司和其外方 Schroders 资产管理、国联安基金公司和其外方 Allianz 保险及资产管理、UBS、摩根士丹利、高盛、Alliance 等多家公司及其联营公司为在海外访问学习所作的精心安排，很抱歉，各位相关人士的名字在此不一一列出。

感谢我的父亲、太太和儿女及全家对我工作、工作之余占用大量家庭时间的奔走加班给予持续的鼓励与支持。我们是感恩、幸福的一家人。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

专业投资者访谈杰出投资者，深刻的投资理念，不同的投资策略和风格，切身的投资体验，感人的奋斗经历，很值得海内外投资人一读。

——范勇宏

中国证券投资基金业协会副会长、华夏基金管理有限公司副董事长

西方的《金钱的主人》（*The Money Masters*）、《金融怪杰》（*Market Wizards*）已经成为优秀投资者人手一册的经典，中国的《投资之道：全球杰出华人投资者访谈录》亦应是投资初学者的启蒙书、专业投资者的进阶书，更可是年轻人的励志书。

——何　宝

博时基金管理公司总经理

这本书很好。来自杰出华人投资者经历值得我们学习，尤其值得有志于金融业的年轻人学习。

——陈志武

耶鲁大学金融学教授

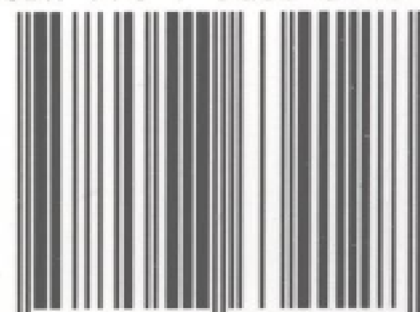
投资是艰苦和枯燥的，但因有了不同性格、不同成长经历、不同风格的优秀投资者，而变得生动有趣、丰富多样。这些杰出华人投资者的经验，有利于广大投资者增强对市场的理解和投资的把握。

——巴曙松

国务院发展研究中心研究员、中国银行业协会首席经济学家、博士生导师

上架建议◎投资理财

ISBN 978-7-5086-3412-8



www.publish.citic.com
定价：46.00元